

Vermogensbeheer- en transactiekosten pensioenfondsen in beeld

Bekeken per grootteklasse pensioenfonds en in relatie tot de eigen beleggingsmix

Mei 2015



Autoriteit Financiële Markten

De AFM bevordert eerlijke en transparante financiële markten. Wij zijn de onafhankelijke gedragstoezichthouder op de markten van sparen, lenen, beleggen en verzekeren. De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening aan consumenten en ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Ons streven is het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de financiële markten te versterken, ook internationaal. Op deze manier draagt de AFM bij aan de welvaart en de economische reputatie van Nederland.

Inhoudsopgave

1. Samenvatting.....	3
2. Inleiding	5
2.1 Doel.....	5
2.2 Methodologie	5
2.3 Beperkingen en nuanceringen	6
2.4 Rol AFM en DNB	6
3. Vermogensbeheerkosten pensioenfondsen in beeld.....	7
3.1 Rapportage van kosten van vermogensbeheer	7
3.1.1 Kostenrapportages sterk verbeterd.....	7
3.1.2 Maar kostenrapportages moeten nog beter.....	9
3.2 Kostenniveaus	9
3.2.1 Grote kostenverschillen tussen beleggingscategorieën	9
3.2.2 Indicatieve rekentool als kostenspiegel.....	10
3.2.3 Kosten spreiding na correctie voor beleggingsmix	10
3.2.4 Duidelijke schaalvoordelen vastrentende waarden, aandelen en grondstoffen	12
3.2.5 Kostenbijdragen per beleggingscategorie	13
4. Conclusies en aanbevelingen	14
4.1 Conclusies	14
4.2 Aanbevelingen	14
4.2.1 Algemene aanbevelingen	14
4.2.2 Analyseer de kosten van vermogensbeheer per beleggingscategorie en leg uit.....	15
4.2.3 Onderzoek mogelijkheden tot schaalvoordeel binnen bestaand beleggingsbeleid.....	15
 Bijlage 1: Verantwoording methodologie en beperkingen.....	17
Bijlage 2: Aanvullende tabellen en data.....	19
Bijlage 3: Stappenplan nader uitgewerkt	20
 Contact	21

1. Samenvatting

Dit rapport bevat de resultaten van een vervolgonderzoek van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) naar vermogensbeheerkosten inclusief prestatievergoedingen en transactiekosten van pensioenfondsen. Het onderzoek is gebaseerd op kostenrapportages in de DNB verslagstaten over 2012 en 2013. De AFM wil met deze publicatie het kostenbewustzijn en de kostenuitleg verder bevorderen door kostenpatronen transparant te maken en generieke informatie terug te geven aan de markt.

Kosten van pensioenfondsen zijn van grote maatschappelijke betekenis. Uit het AFM rapport ‘Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht’ blijkt dat een structurele kostenverlaging van 0,1%-punt op termijn leidt tot circa 3% hoger collectief pensioenvermogen bij een gelijkblijvend rendements- en risicoprofiel. Als de kosten bijvoorbeeld dalen van 0,55% per jaar naar 0,45%, leidt dat tot 3% hoger collectief pensioenvermogen. De AFM concludeerde toen dat de kosten van vermogensbeheer in werkelijkheid twee tot drie hoger zouden moeten zijn dan gerapporteerd.

Kostenrapportages zijn sterk vooruitgegaan

Er is veel verbeterd. Zo blijkt dat algehele nul-rapportage van deze kosten bij pensioenfondsen niet meer voorkomt en dat de gerapporteerde kosten zijn verdrievoudigd, zoals we op basis van ons rapport uit 2011 verwachtten. Ook stellen we vast dat het aantal deelnemers dat bij pensioenfondsen geconfronteerd wordt met meer dan 1,5% per jaar van het totaal vermogen aan gerapporteerde totaalkosten is gedaald van circa 790.000 naar 66.000. Partijen tonen daarmee aan groeiende aandacht te hebben voor kosten en kostenrapportages. Dit is gebeurd dankzij de inspanningen van betrokken partijen zoals de pensioenfondsen, hun vermogensbeheerders, de Pensioenfederatie, de Raad voor de Jaarverslaggeving en de aandacht voor DNB voor dit thema in het toezicht.

Maar kostenrapportages moeten nog beter

Uit het recente onderzoek¹ van DNB en AFM naar de kostenrapportages van vermogensbeheer blijkt dat er bij 15 van de 21 pensioenfondsen sprake is van onvolledige of foutieve kostenrapportages in vastgoed, private equity en hedgefondsen. Ondanks de geboekte vooruitgang over de hele linie, moet het op onderdelen dus nog beter. De nieuwe kostenspiegel van de AFM (zie hierna) kan behulpzaam zijn om pensioenfondsen alert te maken op mogelijke onderrapportages. Dan gaat het namelijk om kostenniveaus van een pensioenfonds die ver onder de markt liggen.

Kosten van vermogensbeheer gezien in relatie tot de werkelijke beleggingsmix: de kostenspiegel

Om de discussie te verleggen van “kostenhoogtes” naar “kosten in relatie tot rendement en risico”, heeft de AFM deze kosten in relatie gebracht met de werkelijke beleggingsmix van pensioenfondsen. Deze mix is immers een voortvloeisel van het beleggingsbeleid waarin rendement en risico (moeten) samenkomen. Zo luidde ook onze aanbeveling in het ‘Onderzoek naar jaarverslagen pensioenfondsen inzake kosten van vermogensbeheer en transactiekosten’. Een nadere uitleg van het kostenniveau was mede een aanbeveling uit het LCP kostenrapport. De Pensioenfederatie geeft aan de uitleg van deze kosten in de context van rendement en risico te ondersteunen en zet hier stappen in. Pensioenfondsen moeten, volgens de aangepaste richtlijnen van de jaarverslaggeving, hun vermogensbeheer- en transactiekosten in het jaarverslag vanaf 1 januari 2015 verbijzonderen naar beleggingscategorie, zo heeft de Raad voor de Jaarverslaggeving bepaald. Dit gaat in over het boekjaar 2015 (RJ 610-503). Dit zijn goede ontwikkelingen. Uit ons onderzoek blijkt dat de kosten van de meest gangbare en vaak liquide categorieën, zoals

¹ Bron: DNB en AFM publicatie 31 maart 2015 in haar Nieuwsbericht.

vastrentende waarden, lager zijn dan die van meer alternatieve beleggingen zoals vastgoed, private equity en hedgefondsen². Statistische analyse toont aan dat pensioenfondsen met meer dan 12,5% van het totale vermogen in deze alternatieve categorieën, significant hogere kosten hebben dan de rest. Het rendements- en risicoprofiel ziet er dan echter ook anders uit, dus alleen een kostenvergelijk is onvoldoende. Het gaat over kosten in relatie tot rendement en risico en over de verantwoording van beleggingskeuzes in die context. Door de specifieke beleggingsmix van een pensioenfonds af te zetten tegen de mediane kosten per beleggingscategorie, ontstaat een kostenspiegel. Het beeld uit deze spiegel kan vergeleken worden met de werkelijkheid. Door de beperkingen in de data en de aannames, moet de kanttekening geplaatst worden dat het een grove indicatie betreft. Deze spiegel vormt daardoor een eerste stap om de kosten nader uit te leggen. Met het stappenplan, nodigen wij pensioenfondsen uit deze spiegel te gebruiken om vervolgens nadere analyses te doen en uitleg te geven over eventuele verschillen tussen werkelijkheid en spiegelbeeld. Bij de interpretatie kan vervolgens worden stilgestaan bij andere kostenbepalende factoren, zoals de mate van actief of passief beheer. Maar ook als er geen afwijking is, blijft het van belang te bezien of het vermogensbeheer kostenefficiënt is, gegeven het beleggingsbeleid.

Er blijken schaalvoordelen in vastrentende waarden (VRW), aandelen en grondstoffen

Uit het onderzoek blijkt dat er schaalvoordelen zijn in bovenstaande beleggingscategorieën. De grootste pensioenfondsen (activa > €10 mld) blijken in deze categorieën statistisch significante lagere kosten van vermogensbeheer te hebben (in- en exclusief transactiekosten) dan de rest. Dit is relevant omdat 80,5% van het totaal pensioenvermogen in Nederland in VRW en aandelen is belegd.

Onze aanbevelingen aan pensioenfondsen en hun adviseurs zijn daarom:

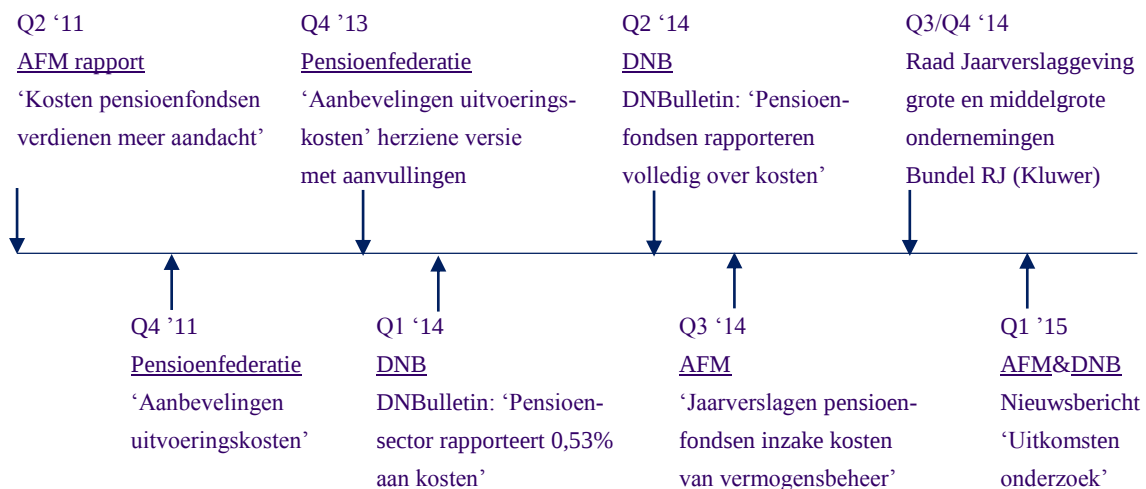
1. Breng de beleggingskosten in relatie tot de eigen beleggingsmix en schaal. Uitleg over de opbouw van de totale kosten gebeurt per beleggingscategorie gegeven de beleggingsmix. De uitleg kan gegeven worden aan de interne governance-organen en aan het publiek (jaarverslag).
2. Bij grote kostenafwijkingen per beleggingscategorie ten opzichte van de mediaan, verdient dat een nadere analyse en uitleg in de context van het (gelopen) risico en het (behaalde) rendement.
3. Let daarbij zeker op afwijkingen naar beneden, dat kan immers duiden op onderrapportage.
4. Hanteer overal dezelfde indeling naar beleggingscategorieën bij interne- en externe rapportages zoals het jaarverslag. Hanteer eenduidige kostendefinities en zorg samen voor uniformiteit. De Pensioenfederatie geeft aan hierin al stappen te ondernemen.
5. Maak periodiek gebruik van andere, meer geavanceerde kostenbenchmarks en streef uniformering van benchmarksystematiek na. De Pensioenfederatie geeft aan dit te verkennen, een ontwikkeling die de AFM ondersteunt.
6. Blijf binnen het beleggingsbeleid zoeken naar schaalvoordelen. In vastrentende waarden, aandelen en grondstoffen blijken schaalvoordelen te bestaan.

Met ons stappenplan en de indicatieve rekentool op onze website kunnen pensioenfondsen hun kosten globaal spiegelen aan de marktniveaus, gegeven hun beleggingsmix. De kracht hiervan is dat het pensioenfonds de samenstelling van de eigen mix gebruikt om de hoogte van het totale kostenniveau toe te lichten. Verschillen tussen wat verwacht zou worden aan kosten en de werkelijkheid, verdienen zeker nadere aandacht. Ook bij gebrek aan afwijkingen ten opzichte van de mediaan, is het van belang kritisch te blijven op het kostenniveau en adequaat uitleg te geven. Dat is en blijft de verantwoordelijkheid van pensioenfondsbesturen. Zij moeten de hoogte van de kosten kunnen uitleggen. De AFM doet geen uitspraak over de hoogte van de kosten.

² Deze beleggingen kunnen heel passend zijn. Ze vergen doorgaans wel meer management aandacht.

2. Inleiding

Kosten van pensioenfondsen zijn van grote maatschappelijke betekenis. In 2011 heeft de AFM het rapport 'Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht' gepubliceerd. Hoofdconclusie was dat de impact van kosten op het pensioenvermogen groot is. Een structurele kostenverlaging van 0,1%-punt levert op termijn tot circa 3% hoger collectief pensioenvermogen op bij gelijkblijvend rendements- en risicoprofiel. Als de kosten bijvoorbeeld dalen van 0,55% per jaar naar 0,45%, leidt dat tot 3% hoger collectief pensioenvermogen. De AFM concludeerde toen bovendien dat de kosten van vermogensbeheer in werkelijkheid een factor twee tot drie hoger waren dan gerapporteerd. Sindsdien is er veel in beweging gekomen. Onderstaande grove tijdslijn geeft weer wat er vanaf het moment van de publicatie in 2011 zoal binnen de sector over kosten is gepubliceerd.



2.1 Doel

De AFM wil met deze publicatie het kostenbewust handelen en kostentransparantie verder bevorderen door generieke informatie terug te geven aan de markt. Pensioenfondsen, controlerende accountants, vergunninghoudende vermogensadviseurs en -beheerders spelen hierin al een rol, ieder met een eigen wettelijke context. Deze generieke informatie is verbijzonderd naar grootteklasse en beleggingscategorie, zodat een eerste kostenuitleg gegeven kan worden per beleggingscategorie. Pensioenfondsen kunnen dit rapport **als spiegel** gebruiken, als eerste stap om de totale beleggingskosten nader uit te leggen. Het gaat er uiteindelijk om dat pensioenfondsbestuurders kosteninzicht hebben, de kosten goed afwegen in de context van rendement en risico en dit aan deelnemers en publiek uitleggen. De AFM moedigt partijen aan verder te werken aan meer geüniformeerde uitleg van deze kosten in de context van het doel waarvoor ze gemaakt worden: rendement en risico, te beginnen met een kostenuitleg per beleggingscategorie. De AFM gaat hierover graag met partijen in gesprek om te kijken wat haar bijdrage kan zijn. Daarnaast is het in het belang van de deelnemers dat pensioenfondsen, gegeven hun beleggingsbeleid en -mix binnen het rendements- en risicoprofiel, in staat zijn de meest kostenefficiënte vermogensbeheerders te selecteren en de keuze uit te leggen. De vermogensadviseurs en -beheerders hebben een rol in de kostentransparantie.

2.2 Methodologie

De data in dit rapport zijn uitsluitend gebaseerd op de DNB verslagstaten. Pensioenfondsen die volledig zijn herverzekerd of in liquidatie zijn, zijn uit de dataset gehaald. Zo ook ANW-hiaat pensioenfondsen. In het rapport zijn de data steeds gemiddeld over de jaren 2012 en 2013. Door

twee jaren te nemen, zijn de uitkomsten minder gevoelig voor individuele uitschieters in enig jaar. Hiervoor heeft de AFM pensioenfondsen geselecteerd die zowel in 2012 als in 2013 bestonden. Deelwaarnemingen per fonds en per beleggingscategorie zijn niet meegenomen als in één van de twee jaren geen waarneming zat.

Hierdoor zijn 221 pensioenfondsen meegenomen in dit onderzoek. Dit aantal wijkt door deze selectie af van het in de gezamenlijke DNB en AFM publicatie genoemde aantal (242). De AFM heeft er daarnaast voor gekozen om in dit voorliggende rapport de **mediane kosten** te presenteren in plaats van het **gewogen gemiddelde**. Reden is dat de AFM in deze publicatie pensioenfondsen individueel in de gelegenheid wil stellen hun eigen kostenniveau te spiegelen. De mediaan is hiervoor een betere centrale maatstaf, gegeven de niet normaal verdeelde kostenniveaus tussen pensioenfondsen. In bijlage 1 is meer te lezen over de methodologie en in bijlage 2 zijn meer cijfers gegeven. De kosten van rechtstreeks verzekerde regelingen zijn geen onderwerp van dit onderzoek geweest.

2.3 Beperkingen en nuanceringen

Alle cijfers in dit rapport zijn gebaseerd op de data zoals pensioenfondsen rapporteren in de DNB verslagstaten. Deze cijfers moeten genuanceerd geïnterpreteerd worden, ze kennen namelijk de navolgende beperkingen (zie ook bijlage 1). Dit rapport vormt niet meer dan een grove spiegel en beoogt niet als gekalibreerde benchmark te dienen, maar als eerste stap in (nadere) kostenuitleg.

- De data-kwaliteit hebben wij niet integraal gevalideerd. Uit verkennend onderzoek van AFM en DNB blijkt dat de data-kwaliteit voor vastgoed, private equity en hedgefondsen niet optimaal is.
- In de dataset en in dit rapport is geen rekening gehouden met een verschil in kostenniveau door actief of passief beleggen. Dit is een belangrijke beperking. De mate van actief/passief beheer kan als valide uitleg naar voren komen bij de nadere analyse door een pensioenfonds.
- De kosten van vermogensbeheer moeten altijd gezien worden in de context van rendement en risico. Het niet confronteren van kosten met een risicomaatstaf vormt een belangrijke beperking.
- Er zijn maar twee jaargangen van gedetailleerde kostendata. Deze tijdshorizon is te beperkt om een goed beeld te krijgen. Dit geldt met name voor prestatievergoedingen.
- Niet onderzocht is in welke mate de schattingstabellen van de Pensioenfederatie zijn gehanteerd.
- Het waardeverlies van – achteraf gezien – verkeerde beleggingskeuzen of (derivaten)posities maakt geen onderdeel uit van dit onderzoek. Dit geldt ook voor verliezen door market-impact³.
- Dit rapport concentreert zich op kosten van vermogensbeheer en niet van pensioenbeheer. Hiermee is niet gezegd dat de pensioenbeheerkosten minder relevant zijn (= 20% van totale kosten).

2.4 Rol AFM en DNB

Naast de AFM analyseert ook DNB de vermogensbeheerkosten van pensioenfondsen. DNB kijkt vooral vanuit het oogpunt van een beheerste bedrijfsvoering naar deze kosten. Hierbij bekijkt DNB of pensioenfondsbestuurders zicht hebben op de vermogensbeheerkosten en naar bevind van zaken handelen. De AFM heeft aandacht voor kosten vanuit de optiek van jaarverslaggeving, de communicatie naar deelnemers en de rol van vermogensadviseurs en -beheerders richting pensioenfonds op grond van verschillende wetten. Beide toezichthouders stellen daarbij het belang van de deelnemer centraal. Het onderwerp vermogensbeheerkosten blijft op de agenda van de AFM en DNB staan: waar opportuun zullen beide toezichthouders ook op dit punt nauw met elkaar samenwerken.

³Market-impact is het effect dat een partij heeft bij koop of verkoop. Het is de mate waarin de aan- of verkoop de prijs ten opzichte van de partij laat bewegen: naar boven bij koop en naar beneden verkoop.

3. Vermogensbeheerkosten pensioenfondsen in beeld

Wij hebben op basis van de DNB verslagstaten gekeken naar de wijze waarop pensioenfondsen rapporteerden over vermogensbeheerkosten. Vervolgens hebben wij gekeken naar kostenpatronen. In dit rapport worden **medianen** gepresenteerd. De mediaan is de middelste waarneming van een reeks, geordend naar omvang. Waar sprake is van zogenoemde “*scheve verdelingen*” is de mediaan de meer gangbare centrale maatstaf, in plaats van het gemiddelde. Indien er namelijk zwaargewichten zijn in een marktsegment, beïnvloeden zij het gemiddelde in hoge mate. Deze beperkte groep trekt het marktgemiddelde in feite naar zich toe. De mediaan blijft echter onveranderd (dit is immers de middelste waarneming).

3.1 Rapportage van kosten van vermogensbeheer

Dat partijen nu de noodzakelijke aandacht hebben voor kosten van vermogensbeheer blijkt onder meer uit het feit dat vandaag de dag alle pensioenfondsen rapporteren over deze kosten. In 2009 was dat nog heel anders. Tabel 1 laat deze vooruitgang zien. In 2009 waren er zeventig fondsen die in zijn geheel geen kosten van vermogensbeheer rapporteerden. Dat is gedaald naar vijf in 2012 en naar nul in 2013. Het aantal ‘algehele non-reporting⁴ pensioenfondsen’ bestaat dus niet meer.

Tabel 1: Aantal pensioenfondsen dat helemaal geen beleggingskosten rapporteerde

Fondsomvang* in totaal activa	2009	2012	2013
€ 0-10 mln	5	2	0
€ 10-100 mln	34	2	0
€ 100-1.000 mln	29	1	0
€ 1-10 mld	1	0	0
> € 10 mld	1	0	0
Totaal	70	5	0

* Fondsomvang in deze en volgende tabellen = de omvang van het pensioenfonds in € totaal activa o.b.v. de kwartaalstaten.

3.1.1 Kostenrapportages sterk verbeterd

Figuur 2 op de volgende bladzijde laat zien dat de **gerapporteerde mediane kosten** van vermogensbeheer gestegen zijn bij alle grootteklassen van pensioenfondsen. De gerapporteerde mediane kosten van vermogensbeheer (exclusief transactiekosten) zijn gestegen van 0,14%⁵ per jaar (2009) naar 0,39% van het belegd vermogen van de pensioenfondsen (2012-2013), een bijna verdrievoudiging. Inclusief transactiekosten is de mediaan 0,48%. Een soortgelijke verdrievoudiging van deze kosten zien wij bij de ontwikkeling van de **gewogen gemiddelde** kostenniveaus. In 2009 bedroegen deze gerapporteerde kosten nog 0,19%⁶, en in 2013 0,55%⁷ exclusief transactiekosten en 0,62% inclusief transactiekosten.

Deze bijna verdrievoudiging van de gerapporteerde kosten komt vooral door de toegenomen aandacht voor deze kosten en betere kostenrapportages. Let wel, hiermee is dus niet gezegd dat pensioenfondsen meer kosten zijn gaan maken, maar eerder dat pensioenfondsen transparanter en vollediger zijn gaan rapporteren. De bijna verdrievoudiging strookt met de door de AFM uitgesproken verwachting in haar kostenpublicatie uit 2011.

⁴ Dat zijn de pensioenfondsen die geen kosten van vermogensbeheer rapporteren in de DNB verslagstaten

⁵ In die tijd waren de regels anders. Zo moesten transactiekosten worden gesaldeerd met het rendement.

⁶ Bron: AFM rapport uit 2011: *Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht* (0,19% is inclusief transactiekosten)

⁷ Bron: DNB en AFM publicatie 31 maart 2015 in haar Nieuwsbericht.

Figuur 2: Mediane vermogensbeheerkosten 2009 vs. 2012-2013 (in- en exclusief transactiekosten)



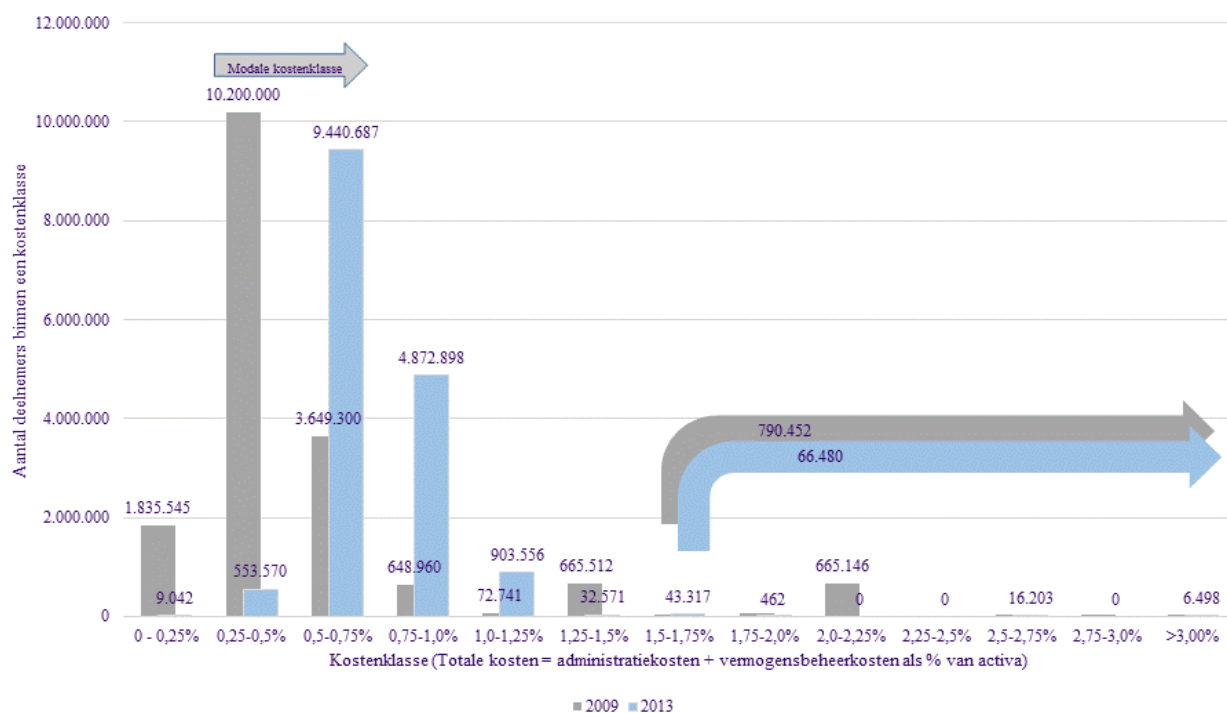
*TK = transactiekosten

Uit figuur 2 blijkt ook dat het **mediane** kostenniveau (in- en exclusief transactiekosten) niet sterk uiteenloopt tussen de grootteklassen onderling. Uit statistische analyses gebaseerd op ongewogen kosten, blijkt dat deze kostenverschillen op totaal niveau niet significant zijn.

De verbeterde kostenrapportage is ook terug te zien in de **modale** kostenklasse gemeten naar aantal deelnemers. In figuur 3 is op de horizontale as het totaal kostenniveau te zien. Op de verticale staan het aantal deelnemers (inclusief slapers) die te maken hebben met dat kostenniveau.

Figuur 3: Modale kostenklasse opgeschoven en aantal deelnemers per kostenklasse

(inclusief pensioenbeheer-, transactie- en overige beleggingskosten, zoals kosten voor fiduciair beheer en bewaarloon)



Uit figuur 3 valt af te lezen dat het grootste gedeelte van het aantal deelnemers in 2009 nog bij pensioenfondsen zat met een totaal kostenniveau van 0,25%-0,5% (inclusief pensioenbeheer-kosten). Deze modale groep is opgeschoven naar de klasse 0,5%-0,75%, vooral het gevolg van betere kostenrapportages. Tegelijkertijd zien we dat het aantal deelnemers bij pensioenfondsen in de hoogste kostenklassen vanaf 1,5% gedaald is van circa 790.000 in 2009 naar 66.000 in 2013. Deze afname kan duiden op een kostenefficiëntere uitvoering bij betrokken partijen.

3.1.2 Maar kostenrapportages moeten nog beter

Naast voorgaande grote en belangrijke verbeteringen, leveren de DNB verslagstaten ook een beeld op dat vragen oproept over de kwaliteit van de ingediende kostenrapportages. In maart 2015 heeft DNB samen met de AFM een verkennend onderzoek gedaan naar de kosten van vermogensbeheer in vastgoed, private equity en hedgefondsen (zie de tijdslijn in hoofdstuk 1). Uit dat onderzoek⁸ blijkt dat er bij 15 van de onderzochte 21 pensioenfondsen sprake is van onvolledige en foutieve kostenrapportages. Soms zijn kosten zoals prestatiegebonden vergoedingen niet gerapporteerd terwijl ze wel duidelijk stonden in de onderliggende jaarverslagen, in andere gevallen zijn kosten weliswaar gerapporteerd, maar in de 'verkeerde' beleggingscategorie. Het is daarom van groot belang dat alle pensioenfondsen uitgaan van dezelfde definities van beleggingscategorieën conform het Rapportagekader van DNB. Dit geldt ook voor de kostenbegrippen. Voor de goede orde verwijzen we hiervoor naar DNB's Aanwijzingen jaar-, kwartaal- en maandstaten. De rekentool is een hulpmiddel voor pensioenfondsen om hun eigen kostenniveau te spiegelen aan soortgenoten, zodat eventuele nog bestaande onderrapportage kan worden gedetecteerd en in de toekomst kan worden verbeterd. Met name paragraaf 3.2 en hoofdstuk 4 kunnen daarbij behulpzaam zijn.

3.2 Kostenniveaus

De hoogte van het totale beleggingskostenniveau wordt voor een groot deel bepaald door de samenstelling van de beleggingsmix. De beleggingsmix is een uitvloeisel van het beleggingsbeleid, waarin de afweging aangaande rendement en risico is meegenomen.

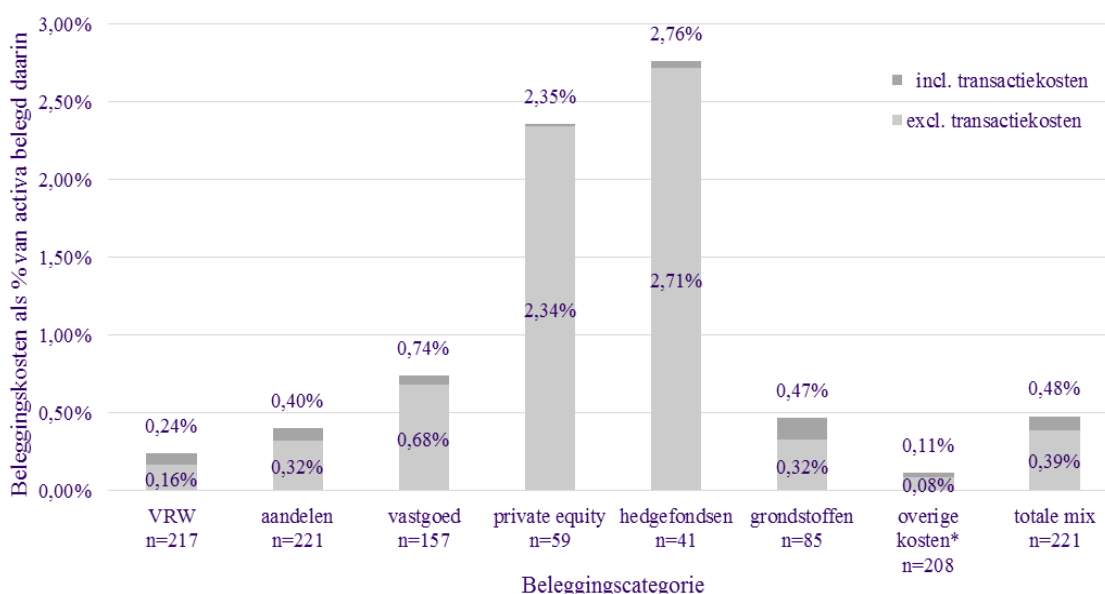
3.2.1 Grote kostenverschillen tussen beleggingscategorieën

Figuur 4 op de volgende bladzijde laat zien dat de kosten van vermogensbeheer duidelijk verschillen per beleggingscategorie. Het gaat hier om de ratio tussen de kosten van vermogensbeheer binnen één beleggingscategorie (inclusief transactiekosten en overige kosten van vermogensbeheer) gerelateerd aan het specifieke vermogen in die beleggingscategorie.

Uit figuur 4 blijkt dat de kostenniveaus van de meest gangbare en meer liquide beleggingscategorieën aandelen en vastrentende waarden lager zijn dan de kosten van de meer alternatieve beleggingen zoals vastgoed, private equity en hedgefondsen. Private equity- en hedgefondsbeleggingen geven een 15 keer hoger kostenniveau dan vastrentende waarden (dat is exclusief transactiekosten). Dit komt mede door het actiever beheer en prestatiegebonden vergoedingen. Hieruit leiden wij af dat het totale kostenniveau van een pensioenfonds voor een groot deel kan worden uitgelegd in de context van de specifieke beleggingssamenstelling. Het hebben van beleggingen in deze duurdere beleggingscategorieën kan overigens heel passend zijn. Wat behulpzaam is, is dat de Raad voor de Jaarverslaggeving heeft bepaald dat pensioenfondsen, volgens de aangepaste richtlijnen van de jaarverslaggeving, hun vermogensbeheer- en transactiekosten in het jaarverslag vanaf 1 januari 2015 moeten verbijzonderen naar beleggingscategorie. Dit gaat in over het boekjaar 2015 (RJ 610-503).

⁸ Bron: bijlage bij DNB en AFM publicatie 31 maart 2015 (percentage is exclusief transactiekosten).

Figuur 4: Mediane vermogensbeheerkosten 2012-2013 (% van activa in die beleggingscategorie)



* overige kosten = inclusief kosten beleggingscategorie ‘overig’ en gedeeld door totaalactiva
VRW = vastrentende waarden

De AFM heeft een statistische analyse gedaan die aantoont dat pensioenfondsen die meer dan 12,5% van het totale vermogen beleggen in vastgoed, private equity en hedgefondsen tezamen, **significant** hogere kosten van vermogensbeheer hebben (gemeten in- en exclusief transactiekosten) dan fondsen die daar minder of niet in beleggen (bij 95% betrouwbaarheid). Dat wil niet per definitie zeggen dat deze pensioenfondsen ‘te duur’ zijn aangezien deze beleggingscategorieën ook een effect hebben op het rendements- en risicoprofiel van de totale portefeuille. De extra kosten voor deze beleggingscategorieën zouden daarom nog nader moeten worden toegelicht in de context van hun rendementspotentieel en risicospreidingseffecten op de portefeuille als geheel. Ruim 50% van de kosten in private equity en hedgefondsen betreft bijvoorbeeld prestatiegebonden kosten en dat deel is daarmee uitlegbaar vanuit rendementsoogpunt.

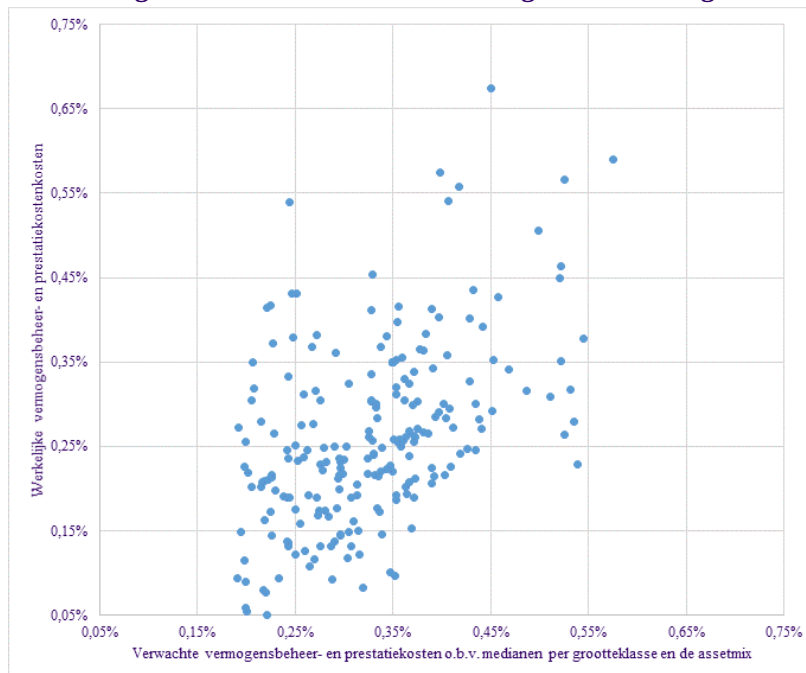
3.2.2 Indicatieve rekentool als kostenspiegel

Op de website van de AFM is een Excel-rekentool geplaatst. Gegeven de in te voeren omvang van het pensioenfonds en de samenstelling van de ‘eigen’ beleggingsmix rekent deze tool zowel het bijbehorende mediane kostenniveau per beleggingscategorie uit als het totaal kostenniveau, gemeten over het gemiddeld belegd vermogen over 2012 én 2013. Deze output kan dienen als eerste indicatie, een spiegel, voor het totale kostenniveau dat te verwachten is gegeven de beleggingssamenstelling van het pensioenfonds en de onderliggende medianen.

3.2.3 Kostenspreiding na correctie voor beleggingsmix

De AFM heeft per pensioenfonds berekend wat het te verwachten kostenniveau is, gegeven ieders fondsgrootte en specifieke beleggingsmix en de daarbij kostenmedianen. Figuur 5 laat zien welk kostenniveau verwacht kan worden, gegeven de beleggingsmix van een pensioenfonds (horizontale as), ten opzichte van de werkelijke kosten (verticale as). Deze figuur is exclusief transactiekosten. Ieder pensioenfonds heeft zo zijn eigen “coördinaat” in deze figuur. De ondergrens van de verwachte kosten is circa 0,20% en de bovengrens 0,55%. Op de verticale as uit figuur 5 zijn de werkelijke kosten van het pensioenfonds te lezen, ook exclusief transactiekosten. De spreiding in de werkelijke kosten op de verticale as is groter: tussen circa 0,05% en 0,60%.

Figuur 5: Te verwachten beleggingskosten (exclusief transactiekosten) versus werkelijke kosten van vermogensbeheer als % van het totaal gemiddeld belegd vermogen van dat pensioenfonds



Het is vooral van belang dat pensioenfondsen uitleg geven aan interne governance-organen en deelnemers waarom zij op een bepaalde plek in de figuur staan (zie ook de indicatieve rekentool op de website van de AFM) en waarom zij eventueel afwijken ten opzichte van het te verwachten kostenniveau. Een kostenverschil kan door valide redenen verklaard worden, zoals het meer of minder actief beleggen dan soortgenoten. In het model zitten ook aannames die een verschil kunnen verklaren. Zie daarvoor bijlage 1.

Het is primair aan het pensioenfonds zelf te bepalen vanaf welk verschil dat onderzoek moet plaatsvinden. Mochten verschillen het gevolg zijn van onderrapportage of foutrapportage van kosten, dan dient dit in een volgende rapportage voorkomen te worden. Dit is één van de aanbevelingen die wij verder toelichten in hoofdstuk 4.

Uit figuur 5 valt ook af te lezen dat er pensioenfondsen zijn die werkelijke kosten rapporteren die buiten de generieke grenzen vallen van wat we zouden verwachten, dus boven 0,55% of onder 0,20% (exclusief transactiekosten). Ook zien we dat er pensioenfondsen zijn die meer of minder kosten hebben dan wat we zouden verwachten, gegeven hun eigen beleggingsmix. Dat zijn pensioenfondsen die (ver) afdrijven van een denkbeeldige diagonale lijn door de oorsprong in figuur 5. In dat geval wijken de werkelijke kosten veel af van wat we zouden verwachten gelet op hun eigen beleggingsmix (exclusief transactiekosten). Het gaat dan bijvoorbeeld om een pensioenfonds waarbij dit rekenmodel een kostenniveau verwacht van 0,40% gegeven de specifieke beleggingsmix, waar een werkelijk kostenniveau wordt gerapporteerd van 0,55%.

In bijlage 2 is figuur B opgenomen, dit is dezelfde grafiek als figuur 5, maar dan inclusief transactiekosten. Het beeld is dan soortgelijk als in figuur 5 (er is sprake van een bandbreedte waarbinnen de verwachte kosten zich begeven), alleen ligt de bandbreedte van de verwachte kosten op een hoger niveau ten gevolge van deze transactiekosten (maximaal 70% en minimaal 0,35%).

3.2.4 Duidelijke schaalvoordelen vastrentende waarden, aandelen en grondstoffen

Tabel 6 geeft de mediane kosten van vermogensbeheer (inclusief transactiekosten en overige beleggingskosten) gerelateerd aan het gemiddeld belegd vermogen in die betreffende beleggingscategorie, uitgesplitst naar grootteklasse. In bijlage 2 is tabel A opgenomen, dit is dezelfde tabel als tabel 6, maar dan exclusief transactiekosten.

Tabel 6: Mediane vermogensbeheerkosten als % van belegd vermogen in die beleggingscategorie, naar grootte pensioenfondsen (2012-2013, inclusief transactie- en overige kosten vermogensbeheer)

Fondsomvang in totaal activa	VRW	Aandelen	Vast-goed	Private equity	Hedgefondsen	Grondstoffen	Overige kosten***	Totaal
€ 10-100 mln	0,29%	0,54%	0,67%	*	2,79% **	0,72% **	0,08%	0,46%
€ 100-1.000 mln	0,24%	0,40%	0,75%	2,08%	3,48%	0,50%	0,12%	0,47%
€ 1-10 mld	0,24%	0,40%	0,67%	2,38%	2,56%	0,45%	0,12%	0,50%
> € 10 mld	0,17%	0,26%	0,93%	2,31%	2,53%	0,26%	0,09%	0,43%
Totaal	0,24%	0,40%	0,74%	2,35%	2,76%	0,47%	0,11%	0,48%

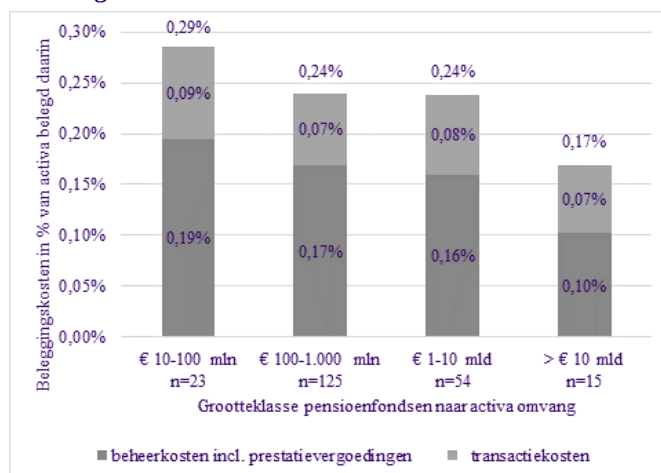
* Slechts 1 waarneming bij PE en daarom weggelaten.

**Hedgefondsen en grondstoffen in de kleinste pensioenfondsklasse zijn slechts indicatief door het zeer beperkt aantal waarnemingen (< 10).

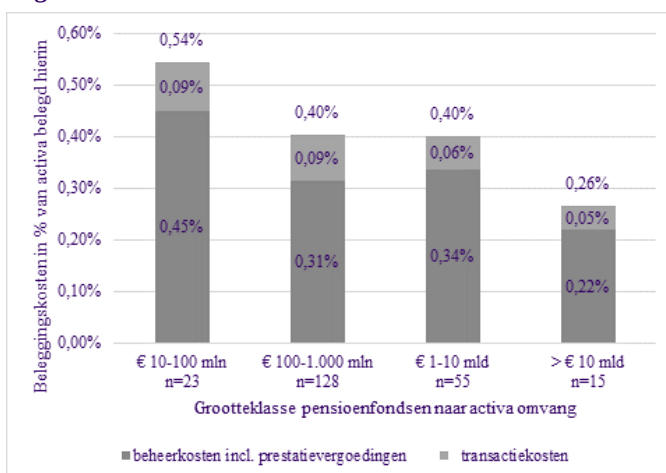
*** Gerelateerd aan gemiddeld totaal belegd vermogen.

Uit tabel 6 valt af te lezen dat de allergrootste pensioenfondsen in de beleggingscategorieën vastrentendewaarden en aandelen de laagste kosten van vermogensbeheer hebben. Zie ook de figuren 7 en 8. Dit kostenverschil is significant bij 99% betrouwbaarheid zowel inclusief als exclusief transactiekosten. In de beleggingscategorieën vastrentende waarden en aandelen blijken alle pensioenfondsen in Nederland 80,5% van hun vermogen te beleggen. Eenzelfde significant schaalvoordeel gaat op voor grondstoffen.

Figuur 7: Mediane kosten vastrentende waarden



Figuur 8: Mediane kosten aandelen



Dit verband blijkt niet te gelden voor de kosten van private equity, hedgefondsen en vastgoed. Deze categorieën komen ook minder vaak voor bij kleine en middelgrote pensioenfondsen, waardoor analyses moeilijker te maken zijn. Ook is er mogelijk nog sprake van onderrapportage in deze beleggingscategorieën.

3.2.5 Kostenbijdragen per beleggingscategorie

Tabel 9 geeft de kostenbijdragen van iedere beleggingscategorie per grootteklasse pensioenfondsen weer. **De tabel dient horizontaal gelezen te worden.** Uit de tabel valt af te lezen dat vastrentende waarden (=16,2%) en aandelen (=15,1%) samen 31,3% van alle kosten van vermogensbeheer genereren (transactiekosten meegerekend). Alle pensioenfondsen blijken samen in totaal 80,5% van hun portefeuille in vastrentende waarden (=50,3%) en aandelen (=30,2%) te beleggen.

Tabel 9: Hoeveel dragen de kosten per beleggingscategorie bij in de totale kosten van vermogensbeheer per grootteklasse
(2012-2013, inclusief transactie- en overige kosten vermogensbeheer)

Fondsomvang in totaal activa	VRW	Aandelen	Vast-goed	Private equity	Hedge-fondsen	Grond-stoffen	Overige kosten***	Totaal
€ 10-100 mln	36,3%	30,7%	3,0%	*	2,8% **	0,8% **	26,4%	100,0%
€ 100-1.000 mln	36,5%	23,1%	8,4%	1,9%	3,2%	1,4%	25,5%	100,0%
€ 1-10 mld	26,6%	23,0%	11,5%	7,4%	7,1%	1,3%	23,1%	100,0%
> € 10 mld	12,8%	12,9%	14,5%	31,6%	19,9%	1,0%	7,3%	100,0%
Totaal	16,2%	15,1%	13,7%	26,2%	16,9%	1,1%	10,8%	100,0%

* Slechts 1 waarneming bij PE en daarom weggelaten.

** Hedgefondsen en grondstoffen in de kleinste pensioenfondsklasse zijn slechts indicatief door het zeer beperkt aantal waarnemingen (< 10).

*** Gerelateerd aan gemiddeld totaal belegd vermogen.

Volgens tabel 9 blijken de kostenbijdragen van vastrentende waarden en aandelen in de totale kosten van vermogensbeheer groter te zijn voor de kleinste tot middelgrote pensioenfondsen. Eén van de voornaamste redenen hierachter is dat zij hier relatief meer in beleggen: de kleinste pensioenfondsen blijken 95,7% in vastrentende waarden en aandelen te beleggen, en de grootste 77,8% én tegen lagere kosten.

Uit de tabel valt ook af te lezen dat de kostenbijdragen van vastgoed (13,7%), private equity (26,2%) en hedgefondsen (16,9%) tezamen 56,8% is, terwijl hierin 16,7% van het totaal vermogen blijkt te zijn belegd. De grootste pensioenfondsen (> € 10 mld) maken volgens tabel 9 de meeste kosten in private equity (31,6%) en hedgefondsen (19,9%). Dus ruim 50% van hun kosten van vermogensbeheer (inclusief transactiekosten) is afkomstig vanuit deze beleggingscategorieën terwijl deze categorieën 9,1% van de totaalportefeuille uitmaken.

Tot slot valt op dat de kleine tot middelgrote pensioenfondsen relatief een grote kostenbijdrage in de 'overige kosten' hebben. Dit is niet zozeer het gevolg van hoge beleggingskosten in de beleggingscategorie 'overige beleggingen' zelf, maar veeleer van het hierin meenemen van kosten die volgens de DNB verslagstaten niet zijn toebedeeld aan een beleggingscategorie.

Voor bovenstaande observaties zijn meerdere verklaringen aan te geven, het zal echter per geval uitgelegd moeten worden. Private equity en hedgefondsen betreffen bijvoorbeeld beleggingen die meer management behoeven. Daar komt bij dat het kostenniveau in vastrentende waarden en aandelen juist voor de groep van grootste pensioenfondsen door schaalvoordelen relatief laag zijn. Daarnaast moeten de kosten in private equity en hedgefondsen uitgelegd worden in de context van hun bijdrage in het totaalrendement en in de risicospreiding binnen de gehele portefeuille. Bijna 50% van deze kosten in private equity en hedgefondsen in deze grootste pensioenfondsgroep zijn bijvoorbeeld prestatiegebonden. Mits de contractafspraken met de beheerder in orde is, zijn hogere prestatiekosten het gevolg van betere prestaties, lees: hogere rendementen. Dat zou dan uit een nadere analyse en uitleg juist kunnen gaan blijken.

4. Conclusies en aanbevelingen

4.1 Conclusies

De kostenrapportages zijn ten opzichte van een aantal jaren geleden aanzienlijk verbeterd. Partijen tonen daarmee aan groeiende aandacht te hebben voor kosten en de rapportages daarvan. Dit is gebeurd dankzij de inspanningen van betrokken partijen zoals de pensioenfondsen zelf, hun vermogensbeheerders, de Pensioenfederatie, de Raad voor de Jaarverslaggeving en de aandacht voor DNB voor dit thema in het toezicht:

- Volledige nul-rapportages van vermogensbeheerkosten behoren tot het verleden.
- De gerapporteerde kosten van vermogensbeheer zijn verdrievoudigd. Dit is in lijn met onze verwachting op grond van onze publicatie ‘Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht’, toen wij vaststelden dat de werkelijke kosten drie keer hoger waren dan gerapporteerd.
- Veel minder deelnemers bouwen hun pensioen op bij pensioenfondsen met gerapporteerde totale kosten (inclusief administratiekosten) boven de 1,5% per jaar van het totaalvermogen. Dat aantal deelnemers is gedaald van circa 790.000 (op basis van bovenstaande AFM publicatie uit 2011) naar een ruime 66.000 deelnemers gemeten over het jaar 2013.

Wij zien echter ook nog onverklaarde lage kostenniveaus per beleggingscategorie en over de totale beleggingsmix. Recent DNB en AFM onderzoek geeft aan dat de kwaliteit van de kostendata in vastgoed, private equity en hedgefondsen niet optimaal is. De AFM vraagt daar aandacht voor.

In relatie tot de beleggingsmix en andere factoren zien wij de volgende kostenbeelden:

- De kosten van vermogensbeheer worden voor een groot deel bepaald door de samenstelling van de beleggingsmix en schaal. De beleggingsmix is een afspiegeling van het beleggingsbeleid waarin rendement, risico en kosten onderling (moeten) zijn afgewogen. Hoe meer alternatieve beleggingen en vastgoed, hoe hoger het totale kostenniveau. In ruil voor dit hogere kostenniveau krijgt het pensioenfonds een ander rendements- en risicoprofiel. Hogere kosten betekent dus niet per definitie “te duur”. Het kostenniveau behoeft een blijvende afweging met rendement en risico en vraagt structureel uitleg richting deelnemers, interne governance-organen en het publiek zoals via een jaarverslag. Dit geldt net zo voor lage kostenniveaus. Vraag is onder andere of met het kostenniveau en de beleggingsmix de rendementsdoelstelling en risicospreiding kan worden gehaald.
- De kosten van vermogensbeheer kennen, op basis van de twee onderzochte jaargangen, statistisch significante schaalvoordelen voor de grootste pensioenfondsen (klasse > € 10 mld) in de beleggingscategorieën vastrentende waarden (VRW), aandelen en grondstoffen. Aangezien 80,5% van het totaal vermogen van alle pensioenfondsen in VRW en aandelen blijkt te zijn belegd, is deze observatie van belang. In de overige beleggingscategorieën is geen schaalvoordeel of -nadeel aangetoond. Deze conclusie van schaalvoordelen moet met enige voorzichtigheid worden gezien, gelet op de beperkingen van dit onderzoek.

4.2 Aanbevelingen

4.2.1 Algemene aanbevelingen

Pensioenfondsbestuurders, hun adviseurs en belanghebbenden kunnen de data in dit rapport spiegelen aan de gegevens van het eigen pensioenfonds. Dit zou kunnen ter evaluatie en uitleg van het huidige beleggingsbeleid en de gemaakte keuze voor externe managers, maar ook ten behoeve van de besluitvorming vooraf. Het stappenplan hierna is vooral gericht op evaluatie en uitleg van het huidige beleid. De door de AFM beschikbaar gestelde rekentool kan daarbij behulpzaam zijn.

Voor het beschikbaar zijn van een goede kostenspiegel is het noodzakelijk dat pensioenfondsen de DNB invulinstructies volgen met name de indeling naar beleggingscategorieën. Voor de kostenuitleg in het jaarverslag bevelen we aan om minimaal de Aanbevelingen van de Pensioenfederatie te volgen en daarnaast de aanbevelingen in het AFM rapport uit 2014. Daarnaast luidt onze aanbeveling om periodiek gebruik te maken van meer geavanceerde kostenbenchmarks en om de kosten vervolgens ook aan de hand daarvan uit te leggen. Het is ook een aanbeveling om samen te zorgen voor eenduidige kostendefinities. De Pensioenfederatie verkent nu de mogelijkheden tot meer uniformering van bestaande benchmarksystematieken, kostendefinities en kostenuitleg. De AFM onderschrijft deze ontwikkelingen. Waar de AFM een bijdrage kan leveren, zal zij dat doen.

4.2.2 Analyseer de kosten van vermogensbeheer per beleggingscategorie en leg uit

Met behulp van onderstaand stappenplan kunnen alle pensioenfondsen en belanghebbenden hun werkelijke kostenniveau spiegelen aan het marktniveau, gegeven de samenstelling van hun eigen beleggingsmix. De kracht hiervan is, dat pensioenfondsen de samenstelling van de eigen beleggingsmix gebruiken om de hoogte van het totaal kostenniveau inzichtelijk te maken. Verschillen tussen het marktniveau en het fondsniveau verdienen vervolgens zeker nadere aandacht. Nadere uitleg kan gegeven worden aan de hand van andere kostenbepalende factoren, zoals de mate van actief beheer, maar ook aan de hand van de context van rendement en risico. De Pensioenfederatie verkent momenteel een eenduidige manier om dat te doen.

Interne governance-organen kunnen de benodigde informatie uit onderstaande stappen opvragen bij het pensioenfonds, voorzover zij daar al geen beschikking over hebben, met name de kosten per beleggingscategorie. Het bredere publiek kan uit het jaarverslag soms de benodigde informatie halen, alhoewel lang nog niet alle pensioenfondsen de kosten in het jaarverslag (onderdeel bestuursverslag) over de jaargangen 2012 en 2013 hadden uitgesplitst naar beleggingscategorie. In jaarverslagen die verschijnen in 2016 (over 2015) zal dat wel het geval zijn. Waar het jaarverslag over 2014 nog aanpasbaar is roepen wij pensioenfondsen op om de kosten per beleggingscategorie te presenteren.

- Stap 1. Bereken de eigen kostenratio van vermogensbeheer **per beleggingscategorie**
 - Stap 2. Stel vast of er verschillen zijn met de bijhorende medianen **per beleggingscategorie**
 - Stap 3a. Analyseer geconstateerde verschillen **per beleggingscategorie**
 - Stap 3b. Onderzoek of eventuele verschillen verklaard worden vanuit rendementsperspectief
 - Stap 3c. Onderzoek of eventuele verschillen verklaard worden vanuit risicospreidingsperspectief
 - Stap 4. Bereken en vergelijk het **totaalkostenniveau** met de mediaan en leg verschillen uit
 - Stap 5. Onderneem actie
- In bijlage 3 zijn de stappen nader uitgeschreven.

4.2.3 Onderzoek mogelijkheden tot schaalvoordeel binnen bestaand beleggingsbeleid

Dit rapport kwantificeert mogelijke schaalvoordelen en geeft input aan partijen die daarnaar op zoek zijn. Ook voor beleidsmakers kan dit rapport relevante informatie opleveren. Let op: de gerapporteerde kosten in alternatieve beleggingen zijn minder betrouwbaar, omdat hier nog een onderrapportage wordt vermoed.

Om een globaal idee te geven van de mogelijke gevolgen van het benutten van schaalvoordelen hebben wij op de volgende pagina een getallenvoorbeeld opgenomen.

Een voorbeeld

*Stel dat drie pensioenfondsen binnen de grootteklasse € 10 mln tot € 100 mln in een groter verband zouden opgaan of samen een groter verband zouden vormen. En stel dat zij samen € 120 mln aan belegd vermogen hebben, waarvan 65,7% in vastrentende waarden en 26,6% in aandelen (= de mediane beleggingsmix voor deze grootteklasse). Dan zouden, door schaalvergroting, de **mediane** kosten in vastrentende waarden naar verwachting dalen van 0,29% naar 0,24% en voor aandelen dalen van 0,54% naar 0,40% (tabel 6). Uitgaande van behoud van beleggingsmix dalen de beleggingskosten in vastrentende waarden en in aandelen dan van € 398.000 naar € 317.000 oftewel een daling van zo 'n 20% van deze kosten (= 0,07% aan kosten als percentage van het totaalvermogen).*

Door benutting van het schaalvoordeel bij vastrentende waarden en aandelen kan er dus bespaard worden op vermogensbeheerkosten. Dat komt de aanspraken en het pensioenvermogen ten goede (bij gelijkblijvend rendements- en risicoprofiel). Let op: de beleggingen moeten wel nog passend blijven, gegeven bijvoorbeeld het beleggingsbeleid.

Bijlage 1: Verantwoording methodologie en beperkingen

Over de populatie

De AFM heeft van DNB de jaarstaten (J402) over 2012 en 2013 ontvangen met aanvullende data uit de kwartaalstaten (K201) ten behoeve van de bepaling van de gemiddelde belegde vermogens⁹. Hierin zijn de uitkomsten van de 15 herrapportages uit het verkennende onderzoek van AFM en DNB niet meegenomen, omdat ze niet tijdig beschikbaar waren. Volledig herverzekerde pensioenfondsen zijn uit de onderzoekspopulatie gehaald, net als fondsen die in 2012 of 2013 zijn geliquideerd of ontstaan. Bovendien zijn er geen verzekeraars als pensioenuitvoerder in de populatie opgenomen. Verder zijn de deelwaarnemingen per asset class zo gefilterd dat zij zowel voorkomen in 2012 als in 2013. Zo ontstaat een totaalpopulatie van 221 pensioenfondsen. Dit aantal wijkt door deze selectieprocedure af van het in de gezamenlijke DNB en AFM publicatie genoemde aantal (242) en alleen pensioenfondsen in de dataset meegenomen, voorzover ze in beide jaren voorkomen. Op deze wijze zijn de waarnemingen minder gevoelig voor eenmalige uitschieters in enig jaar.

Over deelwaarnemingen per beleggingscategorie

Als een pensioenfonds kwalificeert om in de populatie opgenomen te worden (zie boven), hebben wij deelwaarnemingen per beleggingscategorie alleen toegelaten, als er voor dat specifieke pensioenfonds een deelwaarneming is in die beleggingscategorie over zowel 2012 als 2013. Daarnaast zijn de outliers aan de onderkant in de beleggingscategorieën private equity, hedgefondsen en vastgoed uit de mediaanbepaling gehaald, namelijk als de kosten respectievelijk onder de 1%, 1% en 0,3% zijn. Dit omdat het vermoeden van onderrapportage dan sterker is.

Over het gemiddelde belegd vermogen

Het gemiddelde vermogen over 2013 is berekend door het belegd vermogen over 5 kwartalen (Q1 tot en met Q4 2013 + Q4 2012) te middelen. Dit wijkt iets af van de methodiek van de Pensioenfederatie¹⁰. Het gemiddelde over 2012 – 2013 is genomen door de gemiddelden over 2012 en 2013 op te tellen en door twee te delen. Het vermogen in vastrentende waarden (VRW) is verhoogd met de (vaak negatieve) vermogens uit de beleggingscategorie ‘overig’. Deze (vaak negatieve) vermogens in ‘overig’ vormen vaak de wederhelft van de swap, die al in VRW valt.

Over de verwerking van de ‘overige beleggingskosten’ uit de jaarstaat J402: aannames

De DNB jaarstaat splitst de kosten per beleggingscategorie uit naar beheer-, prestatie- en transactiekosten. Daarnaast staan in de J402 de ‘overige vermogensbeheerkosten’, waaronder o.a. kosten van fiduciair beheer, bewaarloon en vermogensadviezen vallen. DNB en AFM hebben deze kosten samen met de kosten van de beleggingscategorie ‘overig’ in hun publicaties verwerkt als ‘overige kosten’ en gerelateerd aan het totaal vermogen. Op deze wijze worden alle kosten van vermogensbeheer getoond. De ‘overige kosten’ variëren sterk, bijvoorbeeld als een pensioenfonds geen fiduciair manager heeft. Dat maakt dat de kostenspiegel gevoelig is voor ‘overige kosten’. Het verdient aanbeveling de kostenspiegel ook te berekenen zonder deze overige kosten.

Over de mediaan en het gemiddelde

De AFM stelt op basis van de verslagstaten vast dat er sprake is van een niet-normale verdeling. In vrijwel alle grootteklassen van pensioenfondsen zijn er ‘zwaargewichten’. Dat zijn fondsen die relatief veel groter zijn dan de rest in hun grootteklasse. Deze ‘zwaargewichten’ hebben grote invloed op de te berekenen gewogen gemiddelden van die grootteklassen. De mediaan heeft als voordeel dat deze niet wordt beïnvloed door zwaargewichten. Daarom presenteert de AFM medianen.

⁹ De uitwisseling van deze informatie heeft plaatsgehad op basis van het [Convenant tussen DNB en AFM](#).

Over de totale kosten van vermogensbeheer inclusief transactiekosten en statistische analyses

De AFM presenteert in dit rapport de kosten van vermogensbeheer en prestatiekosten exclusief en inclusief transactiekosten. Zo krijgt de lezer een integraal kosteninzicht. Transactiekosten moeten wettelijk straks in het jaarverslag gepresenteerd worden. Gezien de niet-normale verdeling van de dataset is er voor de statistische analyse gebruik gemaakt van non-parametrische testen. Getoetst is op 99% betrouwbaarheid, tenzij anders is vermeld.

Over de beperkingen van dit onderzoek

Alle cijfers in dit rapport zijn gebaseerd op de data zoals pensioenfondsen rapporteren in de verslagstaten van DNB. De cijfers in dit rapport moeten genuanceerd geïnterpreteerd worden, ze kennen namelijk de volgende beperkingen:

- De juistheid van de data is niet gevalideerd. Uit onderzoek van DNB en de AFM blijkt bijvoorbeeld dat de kwaliteit van de aangeleverde data in vastgoed, private equity en hedgefondsen nog niet optimaal is. Soms zijn kosten vergeten of geplaatst in andere beleggingscategorieën. Als gevolg daarvan kunnen de werkelijke kosten afwijken van de per beleggingscategorie gerapporteerde kosten waarop dit rapport is gebaseerd.
- In de dataset en in dit rapport is geen rekening gehouden met een verschil in kostenniveau door actief of passief beleggen, intern of extern beheer, directe of indirecte beleggingen.
- De kosten van vermogensbeheer moeten altijd gelezen worden in de context van rendement en beleggingsrisico. Een focus uitsluitend op kosten alleen is niet goed en wordt ook niet met dit rapport beoogd. De volgende beperkingen van dit onderzoek spelen hierbij een belangrijke rol.
 - De verslagstaten bevatten geen maatstaf voor risico's per pensioenfonds en derhalve zijn de kosten in dit rapport niet geconfronteerd met een risicomaatstaf. Een hoger kostenniveau van een pensioenfonds kan dus prima uitlegbaar zijn aan de hand van het risicoprofiel.
 - Er zijn maar twee jaargangen van data beschikbaar met een specificatie van de kosten van vermogensbeheer, namelijk 2012 en 2013. In eerdere jaargangen voorzagen de verslagstaten niet in deze specificatie. De tijdshorizon van twee jaar is te beperkt om echt een goed beeld te krijgen van alle kosten. Dit geldt met name voor prestatievergoedingen, die veel voorkomen bij vastgoed en alternatieven zoals private equity. Deze zijn vaak afhankelijk van een langere beleggingsperiode dan twee jaar. Vanwege deze korte tijdshorizon, heeft de AFM ook geen rendementsanalyse opgenomen. Tijdsanalyses over een langere periode moeten in de toekomst aantonen welke verbanden dan (nog steeds) significant zijn, of worden.
- Transactiekosten zijn niet altijd ingevuld in de DNB verslagstaten. Mede daarom heeft de AFM ook cijfers in dit rapport gepresenteerd zonder transactiekosten.
- De post 'overige kosten' is heel divers en kan daardoor het totaalkostenbeeld verstoren.
- Niet onderzocht is in welke mate pensioenfondsen gebruik hebben gemaakt van de schattingstabellen van de Pensioenfederatie. Schattingen komen bijvoorbeeld vaak voor bij transactiekosten in vastrentende waarden en derivaten.
- Het waardeverlies van verkeerde beleggingskeuzen of (derivaten)posities maakt geen onderdeel uit van dit onderzoek. De financiële effecten kunnen de kosten zoals gepresenteerd in dit rapport, overtreffen. Dit geldt ook voor de verlieseffecten door market-impact¹¹.
- Dit rapport concentreert zich op vermogensbeheerkosten en niet op de kosten van het pensioenbeheer. Hiermee is niet gezegd dat de administratieve kosten minder relevant zijn. De verhouding tussen transactiekosten en beleggingskosten is één staat tot vier gemeten in euro's over 2012 – 2013). De transactiekosten vormen circa een vijfde van de totale kosten.

¹¹Market-impact is het effect dat een partij heeft bij koop of verkoop. Het is de mate waarin de aan- of verkoop de prijs ten opzichte van de partij laat bewegen: naar boven bij koop en naar beneden verkoop.

Bijlage 2: Aanvullende tabellen en data

Onderstaande tabellen en data kunnen helpen bij het duiden van diverse cijfers in het rapport.

Tabel A: Mediane kosten van vermogensbeheer **exclusief transactiekosten** gerelateerd aan het gemiddeld belegd vermogen in die beleggingscategorie, naar grootte pensioenfonds (2012-2013)

Totaal activa	VRW	Aandelen	Vast-goed	Private equity	Hedge-fondsen	Grondstoffen	Overige kosten***	Totaal
€ 10-100 mln	0,19%	0,45%	0,53%	*	2,71% **	0,72% **	0,05%	0,34%
€ 100-1.000 mln	0,17%	0,31%	0,70%	2,00%	3,48%	0,35%	0,09%	0,39%
€ 1-10 mld	0,16%	0,34%	0,65%	2,37%	2,37%	0,31%	0,09%	0,40%
> € 10 mld	0,10%	0,22%	0,85%	2,30%	2,42%	0,15%	0,04%	0,36%
Totaal	0,16%	0,32%	0,68%	2,34%	2,71%	0,32%	0,08%	0,39%

* Slechts 1 waarneming bij PE en overig en daarom weggelaten.

** Hedgefondsen en grondstoffen in de kleinste pensioenfondsklasse zijn slechts indicatief door het zeer beperkt aantal waarnemingen (< 10).

*** Gerelateerd aan totaal belegd pensioenvermogen

Figuur B: te verwachten beleggingskosten (*inclusief transactiekosten*) versus werkelijke kosten van vermogensbeheer als % van het totaal gemiddeld belegd vermogen van dat pensioenfonds



Bijlage 3: Stappenplan nader uitgewerkt

Stap 1. Bereken de eigen kostenratio van vermogensbeheer *per beleggingscategorie*.

Partijen tellen de kosten van vermogensbeheer in die categorie over 2012 en 2013 op inclusief of exclusief transactiekosten en delen dat door het belegd vermogen in die betreffende beleggingscategorie over 2012 en 2013 tezamen. Ons advies is om de transactiekosten mee te laten wegen, zodat een totaalplaatje ontstaat dat in zijn geheel nodig is voor het uitvoeren van het beleggingsbeleid. Bij de rekentool heeft u zelf de keuze. De overige beleggingskosten en de vermogensbeheerkosten in ‘overige beleggingen’ worden bij elkaar opgeteld en gedeeld door het totaal pensioenvermogen. De indeling in beleggingscategorieën geschiedt op basis van de indeling uit DNB’s Aanwijzingen jaar-, kwartaal- en maandstaten¹².

Stap 2. Stel vast of er verschillen zijn *per beleggingscategorie*

Vergelijk de onder stap 1 berekende kostenratio van vermogensbeheer per beleggingscategorie met de percentages uit tabel 7. Kortom, stel vast of er verschillen zijn per beleggingscategorie.

Het is primair aan het pensioenfonds zelf te bepalen vanaf welk verschil dat onderzoek moet plaatsvinden. Grote kostenverschillen tussen werkelijkheid en mediaan verdienen nadere analyse. Indien er geen (grote) verschillen vastgesteld worden dan is verdere uitleg, op grond van dit stappenplan, niet nodig. De AFM spreekt zich niet generiek uit over wanneer er sprake zou (kunnen) zijn van grote respectievelijk kleine verschillen.

Stap 3a. Analyseer geconstateerde verschillen *per beleggingscategorie*

Als er bij stap 2 verschillen blijken te zijn, dienen de verschillen per beleggingscategorie onderzocht te worden. Aan de hand van onderstaande vragen kunnen bepaalde deelaspecten belicht worden:

1. Belegt het pensioenfonds veel actiever of passiever dan gemiddeld het geval is bij soortgenoten?
2. Is er sprake van incidentele kosten, bijvoorbeeld door een wissel van externe managers of eenmalige advieskosten?
3. Bij veel lagere kostenniveaus dan gemiddeld (bijvoorbeeld de helft): is er sprake van onderrapportage?
4. Zijn bepaalde kosten in andere beleggingscategorieën geland?
5. Zijn de prestatiegebonden vergoedingen meegenomen?
6. Komt het kostenniveau overeen met het contract?
7. Komt het kostenniveau overeen met de TER van het fonds?
8. Zijn de kosten gecorrigeerd voor eventuele leverage?
9. Is rekening gehouden met de kostendoorkijk-methode?

De antwoorden op deze vragen helpen vervolgens bij de verdere analyse van de geconstateerde verschillen dan wel verklaren deze direct.

Stap 3b. Onderzoek of eventuele verschillen verklaard worden vanuit rendementsperspectief

Daar waar de kosten in de beleggingscategorie van het te onderzoeken pensioenfonds veel hoger zijn dan verwacht zou worden gelet op de centrale kostenmaatstaf, verdient dat een nadere analyse en toelichting vanuit het rendementsperspectief¹³. Zo kan het zijn dat er veel actiever wordt belegd dan gemiddeld het geval is bij andere pensioenfondsen in dezelfde grootteklasse. Maar ook veel lagere kostenniveaus dan verwacht, verdienen een verklaring en een toelichting. Zeker indien de

¹² Te vinden onder ‘Gebruikersdocumentatie; Officiële titel: Rapportagekader Pensioenfondsen Aanwijzingen

¹³ Hierbij is wel van belang dat de indeling naar beleggingscategorie voor het bepalen van het rendement identiek is aan de categorie-indeling van de kosten. Hierin kunnen elementen uit het beleggingsbeleid worden gehaald en getoetst. Zie ook van DNB: Rapportagekader Pensioenfondsen Aanwijzingen

werkelijke kosten fors lager zijn, dan wat verwacht zou worden in die beleggingscategorie verdienen deze aandacht. Hier kan immers sprake zijn van onderrapportage van kosten.

Stap 3c. Onderzoek of eventuele verschillen verklaard worden vanuit risicospreidingsperspectief

In navolging op de bij stap 3a beantwoorde vragen dient eveneens gekeken te worden of de kostenverschillen ten opzichte van de centrale maatstaf verklaarbaar en uitlegbaar zijn, gelet op de spreidingseffecten binnen beleggingscategorieën. Zo kan het zijn dat binnen de beleggingscategorie aandelen het pensioenfonds bewust kiest voor meer spreiding binnen deze categorie, of bijmenging van meer risicovolle of actiever beheerde beleggingen, zoals high yields.

*Stap 4. Bereken en vergelijk het **totaalkostenniveau** met de mediaan en leg eventuele verschillen uit*

Het te verwachten totaalkostenniveau van vermogensbeheer is te berekenen door eerst de eigen beleggingsmix over de gekozen periode vast te stellen. De rekentool is daarbij behulpzaam.

Let op de rubriek ‘overige kosten’ en de beleggingscategorie ‘overig’. De beleggingswaardes in de asset klasse ‘overig’ heeft de AFM ondergebracht bij vastrentende waarden. Dit in overleg met DNB. De kosten uit de asset klasse ‘overig’ zijn ondergebracht als ‘overige kosten van vermogensbeheer’, die volgens de DNB verslagstaten niet zijn toebedeeld aan een beleggingscategorie. Deze kosten zijn vervolgens gedeeld door het totaal pensioenvermogen. In de rekentool heeft u de keuze om de overige kosten al dan niet mee te nemen. Omdat de variatie in kostenhoogtes hierin erg hoog is, kan deze post het totaalkostenbeeld verstoren. Dat zou dan uit de eigen nadere analyse kunnen volgen. Het is raadzaam om in de rekentool een berekening te maken met en zonder deze overige kosten. Gespiegeld hieraan is het nodig dat u een totaal kostenratio berekend met en zonder deze overige kosten.

Verschillen op totaalkostenniveau kunnen nu op basis van voorgaande stappen, over meerdere dimensies uit voorgaande stappen worden verklaard, één en ander in de context van de actuele beleggingssamenstelling, rendementspotentieel en risicoprofiel.

Stap 5. Onderneem actie

Afhankelijk van de uitkomsten van voorgaande stappen is het al of niet ondernemen van (vervolg)actie(s) de laatste stap. Acties dienen gericht te zijn op het corrigeren van eventuele fouten in de kostenrapportages dan wel op het uitleggen van evidente verschillen. De acties kunnen zijn (niet limitatief):

- Het indienen van betere rapportages bij DNB indien sprake blijkt te zijn van onderrapportage (dit kan doorwerken naar jaarverslagen en jaarrekeningen);
- Het geven van een betere uitleg van de kosten richting deelnemers, zoals in het jaarverslag;
- Het voeren van (onderhandelings)gesprekken met de vermogensbeheerder(s) over de uitkomsten van deze analyse;
- Het starten van gesprekken met (een) andere manager(s).

Contact

Meer informatie over het toezicht op pensioenuitvoerders vindt u op de website van de AFM (www.afm.nl) onder Professionals > Doelgroepen > Pensioenuitvoerders.

Hebt u naar aanleiding van dit rapport specifieke vragen? Stuur dan een e-mail naar pensioen@afm.nl of een brief naar Autoriteit Financiële Markten, t.a.v. Toezicht | Pensioen & AIFM, Postbus 11723, 1001 GS Amsterdam.