


Een nieuwe wijze van rapporteren voor pensioenfondsen

A woman with long dark hair, wearing a light blue button-down shirt, is looking down at a laptop screen. She has a black ring on her left hand and is holding a wooden pencil to her chin. The background is blurred, showing what appears to be an office setting with windows. The text is overlaid on the right side of the image.

De lijsten van pensioenfondsen met de hoogste en de laagste vermogensbeheerkosten die onder andere door Pensioen Pro en De Nederlandsche Bank (hierna: DNB) worden gepubliceerd, kunnen leiden tot onjuiste conclusies, met alle negatieve effecten voor de pensioensector en het desbetreffende pensioenfonds vandien. Hogere kosten kunnen het gevolg zijn van investeringen in beleggingscategorieën met een hoger verwacht rendement of bijvoorbeeld van een breder gespreide beleggingsportefeuille. De sector kan met objectieve indicatoren een volgende stap maken in de vergelijking van prestaties van pensioenfondsen. ♦

Vergelijking van kosten

Pensioenfondsen zijn uniek: in omvang, in samenstelling en ouderdom van de deelnemers, in dekkingsgraad, in risicobereidheid van het pensioenfondsbestuur in relatie tot de dekkingsgraad en eventueel in hun herstelplan. Als een pensioenfonds om hem moverende redenen bijvoorbeeld belegt in duurdere beleggingscategorieën (bijvoorbeeld hedge funds en private equity), dan moeten de kosten dienovereenkomstig worden beoordeeld, vanwege de hogere verwachte rendementen tegen hogere risico's. Het streven naar kostenminimalisatie is prima, maar alleen in perspectief van rendement en kwaliteit: dit is kostenoptimalisatie.

Bij het ontwikkelen van de Aanbevelingen Uitvoeringskosten van de Pensioenfederatie¹ (hierna: Aanbevelingen Uitvoeringskosten) was de inschatting van de werkgroep dat het rapporteren van de kostenniveaus het effect zou kunnen hebben dat pensioenfondsen hun kosten zouden gaan minimaliseren, omdat zij immers niet bovenaan de lijst met duurste pensioenfondsen willen staan. Deze scorebordjournalistiek is een ongewenst effect van kosten transparantie en niet in het belang van de deelnemers. Om dit te voorkomen is hier bij het ontwikkelen van de Aanbevelingen Uitvoeringskosten al rekening mee gehouden voor het vermogensbeheer. Ze geven aan hoe pensioenfondsen de toelichting op hun prestaties kunnen verbeteren, zodat die op een genuanceerde manier kunnen worden beoordeeld. Die aanbevelingen worden echter onvoldoende opgepakt door de sector.

Verschillen tussen pensioenbeheerkosten worden vaak uitsluitend verklaard door het effect van schaalgrootte. 'Meer deelnemers' betekent immers vaak 'lagere vaste kosten', maar dat is slechts één van de redenen waarom kosten kunnen afwijken. Verdere nuancering van de kosten is noodzakelijk, vanwege de complexiteit en het serviceniveau van het pensioenfonds. Onlangs heeft DNB in *het Financieele Dagblad* gepubliceerd² dat pensioenfondsen van elkaar kunnen verschillen in de complexiteit van hun regeling en de service die zij geven. Dat is een eerste stap om de omvang van de kosten van pensioenbeheer te nuanceren.

De aandacht voor uitvoeringskosten van pensioenfondsen zal niet minder worden. Een mogelijke keuzevrijheid van de deelnemer kan een groot effect hebben op de huidige pensioensector. Daarbij is van belang dat kostenniveaus verklaarbaar zijn. Recent nog heeft de DNB aangegeven in gesprek te gaan met bestuursleden om inzicht te krijgen in het kader dat pensioenfondsen gebruiken voor de kosten van vermogensbeheer.

Aanbevelingen Pensioenfederatie

In *Pensioen 2017*, nr. 1 is een uitgebreide toelichting gegeven bij de Aanbevelingen Uitvoeringskosten (editie 2016). Deloitte merkt in dat artikel op dat consistentie in de berekeningswijze van de beheerkosten zal bijdragen aan een objectieve vergelijking tussen fondsen. De Pensioenfederatie heeft in de Aanbevelingen Uitvoeringskosten opgenomen dat de vermogensbeheerkosten bekeken zouden moeten worden in relatie tot:

- het gekozen beleggingsbeleid en de bijbehorende benchmarkkosten;
- het rendement over een langere termijn, ook in relatie tot het bijbehorende benchmarkrendement.

Het streven naar kostenminimalisatie is prima, maar alleen in perspectief van rendement en kwaliteit: dit is kostenoptimalisatie

¹ <https://www.pensioenfederatie.nl/paginas/nl/openbaar/services/publicaties/aanbevelingen-uitvoeringskosten>.

² Zie *het Financieele Dagblad* van 17 maart 2017, 'De Nederlandsche Bank: kleine pensioenfondsen niet efficiënt'.

³ Het verankeren van het beleggingsbeleid in het overkoepelende strategisch beleid en visie.

De richtlijnen van de Pensioenfederatie houden in dat als een pensioenfonds ervoor kiest om van de Aanbevelingen af te wijken, in het jaarverslag een toelichting wordt opgenomen met de reden van deze afwijking.

Beleggingsbeleid en benchmarkkosten

Het gekozen beleggingsbeleid is het directe gevolg van de ‘investment beliefs’³ van het desbetreffende pensioenfonds en onderdeel van zijn strategische beleggingsplan. Het hierop gebaseerde en jaarlijks vastgestelde beleggingsplan bevat de beleggingscategorieën (asset allocatie) en de wijze waarop door het pensioenfonds wordt belegd. Op basis van deze uitgangspunten kan reeds een indicatie van de vermogensbeheerkosten worden gemaakt. Zo kan het zijn dat pensioenfondsen hebben gekozen voor duurdere beleggingscategorieën die op lange termijn een hoger rendement opleveren dan wel zorgen voor betere spreiding van het risico. De kosten van een pensioenfonds dat bijvoorbeeld alloceert naar hedgefondsen, private equity en infrastructuur zijn dan aanzienlijk hoger dan van een pensioenfonds dat uitsluitend belegt in liquide aandelen en vastrentende waarden. Ook kan het pensioenfonds kiezen voor een actief portefeuillebeheer waarbij de kosten voor actief beheer hoger zijn met een naar verwachting hoger rendement.

Het vergelijken van de vermogensbeheerkosten van een pensioenfonds met het gemiddelde van de pensioensector is vanwege de verschillen in allocatie een nietszeggende vergelijking. Dit is te voorkomen door de kosten in relatie

met de bijbehorende benchmarkkosten te analyseren. Het begrip benchmarkkosten is een lastig begrip en bij velen werkzaam in de pensioensector onbekend. Vaak wordt gedacht dat benchmarkkosten de kosten van benchmarking zijn. Dit is onjuist. ‘Benchmarkkosten’ is een onafhankelijk bepaalde kostennorm, die uniek is voor elk fonds en apart wordt berekend. De kostennorm komt tot stand door uit te gaan van de asset allocatie van het fonds en de gemiddelde kosten van de betreffende beleggingscategorie van vergelijkbare pensioenfondsen. Hiermee kan een objectieve vergelijking worden gemaakt tussen pensioenfondsen op basis van de ingerichte vermogensbeheerportefeuille.

Langetermijn- en benchmarkrendement

Pensioenfondsen zijn per definitie langetermijnbeleggers. Vooral bij illiquide beleggingen, zoals private equity en infrastructuur, is sprake van een J-curve effect. In de eerste jaren is sprake van uitsluitend kosten en pas over een langere periode worden rendementen gegenereerd. Ook zijn de verschillende beleggingsresultaten volatiel. Om kortetermijndenken te voorkomen zouden de rendementen over een langere periode moeten worden beoordeeld. Vaak worden mandaten aan vermogensbeheerders verstrekt waarbij een benchmark moet worden gevolgd (of in geval van actief beheer moet worden verslagen). Door het rendement te relateren aan het benchmarkrendement kan de kwaliteit van de vermogensbeheerder worden vastgesteld en de performance worden geëvalueerd.

Als een pensioenfonds van de aanbevelingen wil afwijken, dan moet het een toelichting in het jaarverslag geven met de reden van deze afwijking

Door het bovenstaande strikt toe te passen ontstaat een genuanceerd beeld van het kostenniveau in relatie tot het rendement en daarmee een nieuwe wijze voor het rapporteren van de vermogensbeheerprestaties van pensioenfondsen.

Benchmarking is logisch vervolg

De omvang van de vermogensbeheerkosten worden al voor een belangrijk deel bepaald bij het vaststellen van 'investment beliefs'. Een belangrijke kostenbepalende factor bij het vergelijken van prestaties tussen pensioenfondsen is de asset allocatie. Het Institutioneel Benchmarking Instituut (hierna: IBI) heeft voor deze vergelijkingen meerdere objectieve indices ontwikkeld. Zo geeft de IBI Asset Allocatie Index de mate van spreiding van de portefeuille weer. Naarmate er meer spreiding is, mogen de kosten ook toenemen. De gemiddelde spreiding van het universum is daarbij 100. Soortgelijke indices zijn ook ontwikkeld voor de mate van actief beheer, de zogenoemde IBI Alpha Index en de IBI Implementatie Index voor de wijze waarop de portefeuillestructuur is opgezet. Dit kan zijn via mandaten of beleggingsfondsen.

Uit de vastgestelde asset allocatie en het bepalen van de benchmarkrendementen wordt een belangrijk deel van het rendement (en daarmee dus ook de kosten!) verklaard. Andere belangrijke keuzes die invloed hebben op het totale rendement zijn het vaststellen van de rente hedge. In mindere mate heeft ook het afdekken van de vreemde valuta een effect op het totaalrendement. Deze, maar ook andere van belang zijnde elementen, zijn in de IBI-rapportage opgenomen.

Naast de vermogensbeheerkosten worden ook de pensioenbeheerkosten in de IBI-rapportage met andere pensioenfondsen vergeleken. De mate van service en de complexiteit van de pensioenregeling hebben een belangrijk effect op de kosten van pensioenbeheer. IBI heeft hier in lijn met de vermogensbeheerkosten eveneens IBI-indices voor ontwikkeld. De belangrijkste indices ten behoeve van objectieve benchmarking zijn de IBI Service Index, IBI Complexiteits Index en de IBI Transparantie Index. Hiermee geeft de benchmarking een logisch vervolg op de Aanbevelingen Uitvoeringskosten.

Best practices

Het bestuur is verantwoordelijk voor het kostenniveau van een pensioenfonds. Ook het communiceren hierover behoort tot de verantwoordelijkheid van het bestuur. In de afgelopen jaren is door veel verschillende pensioenfondsen op verschillende manieren gerapporteerd.

De uitvoeringskosten zijn een resultante van de keuzes die het bestuur heeft gemaakt voor risico en rendement bij vermogensbeheer en service en complexiteit bij pensioenbeheer. Bij veel pensioenfondsen worden in het jaarverslag deze relaties niet of nauwelijks gelegd. Te veel nadruk wordt gelegd op enkel de vermogensbeheerkosten in basispunten van de portefeuille. Tabellen met kosten per subcategorie zullen leiden tot nog meer detailvragen en zal uiteindelijk leiden tot het toelichten van de kosten per mandaat. Deze mate van detail gaat erg ver en bevat bovendien concurrentiegevoelige informatie. Veel beter is aan te geven hoe de kosten zich verhouden tot de gemaakte keuzes van het pensioenfonds en het rendement op de lange termijn. Door het toevoegen van een kwalitatieve toelichting kunnen de keuzes van het pensioenfondsbestuur worden uitgelegd.

Het vergelijken van pensioenfondsen op objectieve indicatoren zal de transparantie van de kosten ten goede komen

Het vergelijken van pensioenfondsen op objectieve indicatoren zal de transparantie van de kosten ten goede komen. Daarmee zal deze vergelijking leiden tot een nieuwe wijze van rapporteren over de prestaties van Pensioenfondsen.

Rapportage

Hierna volgt een voorbeeldrapportage waarmee in een oogopslag de prestatie van het pensioenfonds op het gebied van vermogensbeheer kan worden uitgelegd ten opzichte van een peer group en het universum.

het rendement op de illiquide beleggingen. De implementatie gebeurt overwegend via een mandaat. In vergelijking met andere pensioenfondsen vindt actief beheer beperkt plaats.

Samenvattend

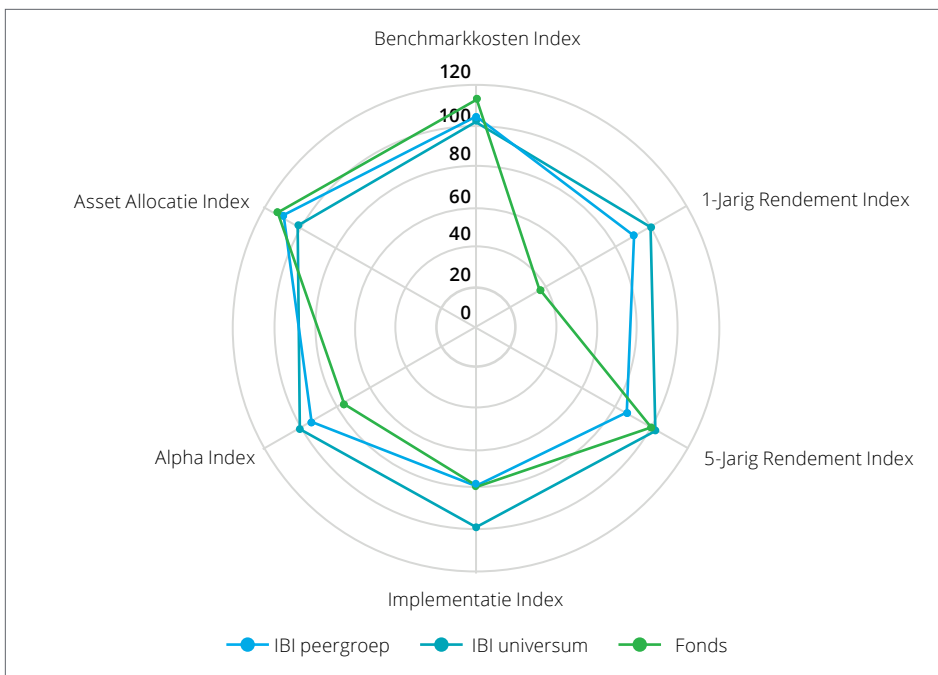
- De behoefte aan kostentransparantie blijft toenemen.
- Aanbevelingen worden onvoldoende opgepakt door de pensioensector.
- Scorebordjournalistiek is een ongewenst effect van de vraag naar kostentransparantie.

Eric Veldpaus

Directeur en founding partner
Institutioneel Benchmarking Instituut
 eric.veldpaus@institutionalbenchmarking.org

Ivo van der Veen

Senior manager
Deloitte Risk Advisory B.V.
 lvanderveen@deloitte.nl



Deze analyse laat zien dat het fonds 'geloof' in een gediversifieerde beleggingsportefeuille, vanwege een Asset Allocatie Index die hoger is dan 100, en dus een breed gespreide portefeuille heeft ten opzichte van de peer group. De specifiek berekende benchmarkkosten (dit is dus: de norm) zijn lager dan het door het pensioenfonds gerapporteerde kostenniveau. Het eenjarig rendement van de portefeuille is matig, vanwege het J-curve investeringseffect. Het rendement over een periode van vijf jaar is gemiddeld, maar naar verwachting zal deze toenemen door

- Een objectieve vergelijking tussen pensioenfondsen ontstaat door een genuanceerd beeld te geven van het kostenniveau bij vermogensbeheer in relatie tot het rendement en de inrichting van de beleggingsportefeuille en vergelijkingen op langere termijn te maken.
- Voor pensioenbeheer ontstaat een objectiever beeld door in de kostenvergelijking de service en complexiteit van de regeling mee te nemen. ●