

# UITVOERINGSKOSTEN LASTIG VERGELIJKBAAR

Door Eric Veldpaus

**Consolidatie van pensioenfondsen is nog steeds volop gaande. Kostenbesparing via schaalvergroting is daarbij een belangrijk argument. Maar voorzichtigheid is geboden, omdat uitvoeringskosten niet zonder meer vergelijkbaar zijn.**

Pensioenfondsen die overwegen zichzelf op te heffen, kunnen kiezen uit verschillende alternatieve uitvoeringsvormen, te weten: een algemeen pensioenfonds (APF), samengaan met een bedrijfstakpensioenfonds of wellicht overstappen naar een premiepensioeninstelling (PPI).

Ondernemingspensioenfondsen, bedrijfstakpensioenfondsen en APF's moeten voldoen aan de Aanbevelingen uitvoeringskosten (verder Aanbevelingen), uitgegeven door de Pensioenfederatie. Deze aanbevelingen bevatten richtlijnen over hoe uitvoeringskosten moeten worden berekend. De uitvoeringskosten van een pensioenfonds bestaan voor het grootste deel uit de vermogensbeheerkosten. Pensioenbeheerkosten bepalen circa 15 procent van de totale uitvoeringskosten.

Het voldoen aan de aanbevelingen heeft vooral voor de vermogensbeheerkosten veel consequenties. Kosten van onderliggende asset managers worden voor de rapportage in de jaarrekening direct in mindering gebracht van het rendement. Volgens de aanbevelingen moeten deze kosten gebruteerd worden, zodat het daadwerkelijke kostenniveau in het jaarverslag kan worden verantwoord. Uiteindelijk resulteert dit in het rapporteren van drie (wettelijk verplichte) kengetallen in het jaarverslag, te weten 1) kosten per actieve deelnemer en pensioengerechtigde voor pensioenbeheer, 2) vermogensbeheerkosten als percentage van het gemiddeld beheerd vermogen 3) transactiekosten als percentage van het gemiddeld beheerd vermogen.

De vermogensbeheerkosten van pensioenfondsen (ondernemings- en bedrijfstakpensioenfondsen) en APF's laten zich, ondanks dezelfde richtlijnen, lastig vergelijken. Deze kosten zijn sterk

afhankelijk van de samenstelling en karakteristieken van het individuele pensioenfonds of APF en dienen per fonds gemeten en gewogen te worden. Nuancering is op zijn plaats. Immers, een fonds met lagere gerapporteerde kosten is niet per se beter dan een fonds dat hogere kosten rapporteert. 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 in de vraag of al dan niet sprake is van een herstelplan. Een belangrijke factor voor de omvang van vermogensbeheerkosten is de asset allocatie van een fonds. Ieder pensioenfonds maakt hierin haar unieke keuze, afhankelijk van de specifieke situatie van het pensioenfonds. Naast de asset-allocatie heeft de keuze voor actief dan wel passief beheer en de manier waarop de beleggingen worden geïmplementeerd gevolgen voor het kostenniveau. Implementatie kan plaatsvinden door gebruik te maken van beleggingsfondsen of van een mandaat.

Het bestuur dient bij een mogelijke overgang van hun eigen pensioenfonds naar een APF of bedrijfstakpensioenfonds vooral onderzoek te doen naar de asset-allocatie. Is deze in de nieuwe situatie identiek? Een andere belangrijke factor die moet worden onderzocht betreft de beleggingsstijl (actief of passief beheer). Bij actief beheer leidt asset-allocatie in de regel tot hogere uitvoeringskosten. Hiertegenover staat echter een hoger



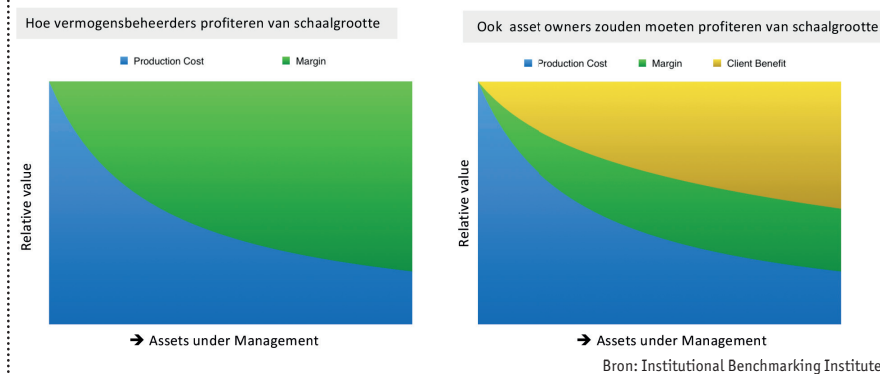
Eric Veldpaus

rendement. Om na te gaan in hoeverre de kosten van vermogensbeheer van het betreffende pensioenfonds marktconform zijn, is in de aanbevelingen opgenomen dat de vermogensbeheerkosten moeten worden vergeleken met de zogenoemde benchmarkkosten. Dit is de meest eenvoudige wijze waarop de vermogensbeheerkosten in context kunnen worden gezet, waarbij rekening wordt gehouden met de specifieke kenmerken van het pensioenfonds en het beleggingsbeleid. Deze tailormade kostennorm komt tot stand door voor alle beleggingscategorieën de gemiddelde kosten per beleggingscategorie van vergelijkbare pensioenfondsen toe te passen op de asset-allocatie van het pensioenfonds.

Het behalen van kostenbesparing door schaalgrootte is een belangrijk argument voor het opheffen van het fonds. Met betrekking tot de vermogensbeheerkosten wordt het effect nogal eens overschat. Countervailing power is de belangrijkste factor voor het verkrijgen van lagere vermogensbeheerkosten, niet voor het vergroten van de omvang. Het beschikken over relevante data, de capaciteit om te onderhandelen en een gedegen analyse van de huidige situatie zijn hierbij essentieel, zegt Mark van Gaal, headhunter voor strategische inkoop. Kosten worden in elke bedrijfstak beheerd door specialistische kostenmanagers. Het beheer van institutionele beleggingsportefeuilles zou daarop geen uitzondering moeten zijn, maar dat is in de praktijk wel het geval. Actief beheer van kosten door specialisten leidt tot lagere kosten. Schaalvergroting kan daar wel of niet deel van uitmaken. Echter, in de wereld van vermogensbeheer zien we te vaak dat het voordeel van schaalgrootte toekomt aan de vermogensbeheerders.

De pensioenbeheerkosten worden sterk beïnvloed door de mate van complexiteit van de pensioenregeling, de service die wordt geleverd en de samenstelling van het deelnemersbestand. Bij een APF is vaak sprake van een pensioenregeling die in de kern voor alle deelnemers in die kring van toepassing is. Dit zorgt voor eenvoud. De 'erfenis' als gevolg van

**Figuur 1: How Asset Managers and Clients benefit from scale**



onderhandelingen met sociale partners, resulterend in een complexe regeling, is dan vaak niet meer aan de orde. Ook aanvullende verzekeringen die worden uitgevoerd voor de deelnemers hebben invloed op de uitvoeringskosten. Het beperken van de service kan een argument zijn waardoor de pensioenbeheerkosten bij een APF lager zijn. Voor de pensioenbeheerkosten is countervailing power eveneens noodzakelijk en ook hier geldt dat het vergroten van de omvang niet automatisch tot kostenbesparing leidt.

Voor PPI's zijn de aanbevelingen niet van toepassing. De PPI's rapporteren de kosten van pensioenbeheer en vermogensbeheer in het jaarverslag dan ook afwijkend. Voor vermogensbeheer worden hier uitsluitend absolute bedragen gerapporteerd in plaats van de voor vermogensbeheer gebruikte kosten als percentage van het gemiddeld beheerd vermogen. Ook voor pensioenbeheer worden uitsluitend de totale kosten gerapporteerd. Op basis van het jaarverslag is onduidelijk welke kosten voor vermogensbeheer zijn begrepen in de totale kosten.

Op de websites van de verschillende PPI's worden bandbreedtes voor de kosten opgegeven voor zowel pensioenbeheer als vermogensbeheer. Voor pensioenbeheer zijn de kosten maximaal EUR 70 per deelnemer en daarmee aanzienlijk lager dan de kosten per deelnemer bij pensioenfondsen. «

- Bij vermogensbeheer is asset-allocatie de belangrijkste reden voor verschillen in vermogensbeheerkosten;
- Om na te gaan of de vermogensbeheerkosten marktconform zijn, worden de kosten vergeleken met de benchmarkkosten;
- Schaalgrootte-effecten worden overschat bij vermogensbeheer;
- Countervailing power is belangrijk voor het realiseren van lagere uitvoeringskosten;
- Met een specialistische kostenmanager kan dit worden gerealiseerd;
- Voor PPI's zijn de richtlijnen die voor pensioenfondsen gelden niet van toepassing;
- De door PPI's gerapporteerde kosten zijn derhalve niet vergelijkbaar met die van pensioenfondsen en APF's.

**Dit artikel is geschreven door Eric Veldpaus, oprichter en directeur van het onafhankelijk Institutioneel Benchmarking Instituut.**