

**Kosten pensioenfondsen
verdienen meer aandacht**



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

A.	Wat zijn de belangrijkste bevindingen?	4
B.	Waarover maakt de AFM zich zorgen?	5
C.	Wat moet er volgens de AFM nu gebeuren?	6
D.	De voornaamste bevindingen verder uitgewerkt	9
	Bijlage: Hoe is het onderzoek vormgegeven	15

Deze publicatie beschrijft op hoofdlijnen de resultaten van een verkennend onderzoek door de AFM naar de hoogte van de administratie- en beleggingskosten van pensioenregelingen bij pensioenfondsen. Hoe hoog zijn deze kosten? Welke invloed hebben kosten op het pensioen en hoe worden deelnemers daarover geïnformeerd?

De AFM heeft gebruik gemaakt van gegevens van DNB, jaarverslagen van pensioenfondsen, interviews met betrokken partijen en van onderzoeksrapporten zoals DNB Working Papers¹, PWC² en CEM-Benchmark. De uitkomsten geven een goede indicatie van de hoogte van de uitvoeringskosten en de verschillen die in Nederland bestaan. Onder uitvoeringskosten verstaat de AFM de kosten voor het administratief beheer (administratiekosten) en de kosten van het vermogensbeheer (de beleggingskosten).

De AFM publiceert de uitkomsten van dit onderzoek omdat zij het belangrijk vindt om de bevindingen te delen. Eerder heeft de AFM gepubliceerd over de kosten van premieovereenkomsten van pensioenverzekeraars (rapport Doorrekening van beschikbare premieovereenkomsten). Uit dat onderzoek volgde dat kosten van beschikbare premieregelingen sterk variëren en een grote invloed hebben op het uiteindelijke ouderdompensioen. Ongeveer 15% van de actieve deelnemers in de tweede pijler neemt deel via pensioenverzekeraars. Ongeveer 85% van de deelnemers in de tweede pijler neemt deel via pensioenfondsen. In deze publicatie staat de AFM stil bij de uitvoeringskosten van pensioenfondsen. Op bladzijde veertien van deze publicatie wordt kort aandacht besteed aan de kosten bij pensioenverzekeraars.

Ervan uitgaande dat de toekomstige ruimte voor premieverhogingen beperkt is, neemt het belang van lage kosten en van kostenverantwoording bij pensioenfondsen alleen maar toe. De AFM vindt kostentransparantie en kostenbewustzijn belangrijk. Zicht op de kosten en het effect daarvan op het ouderdompensioen, helpt pensioenfondsbestuurders en overige betrokkenen om de juiste afweging te maken tussen kosten en ‘baten’. Omdat kosten medebepalend zijn voor de uitkomst van een pensioenregeling, hebben ook deelnemers belang te weten wat die kosten zijn. In deze publicatie roept de AFM alle betrokken partijen op om een rol te spelen bij het verhogen van de kostentransparantie en het verder verlagen van de kosten.

A. Wat zijn de belangrijkste bevindingen?

1. *Kosten hebben een grote invloed op het ouderdompensioen.* In het algemeen geldt dat een kostenverlaging van 0,25 procentpunt op een termijn van veertig jaar leidt tot een circa 7,5% hoger collectief pensioenvermogen. Hoe hoger dit vermogen, des te hoger de pensioenuitkeringen, mede omdat er meer beschikbaar is voor indexatie bij uitkeringsovereenkomsten. Hier is ook eerder over gepubliceerd in DNB Working Papers (zie voetnoot 1). Op bladzijde 11 staat in figuur 2 hoe de kosten van pensioenfondsen verdeeld zijn. In de hoogste kostencategorieën zou een besparing van één procentpunt een toename van bijna 30% van het pensioenvermogen kunnen betekenen (ceteris paribus). Dit betekent bijvoorbeeld geen € 1.000 nominale pensioenuitkering per maand (excl AOW), maar € 1.300 bij een middelloonregeling en volledige pensioenopbouw.

¹ Bikker, Steenbeek & Toracchi: *The impact of scale, complexity, and service quality on the administrative costs of pension funds: A cross-country comparison*, DNB Working Paper August 2010; Bikker & de Dreu: *Pension fund efficiency: the impact of scale, governance and plan design*, DNB Working Paper August 2006.

² PWC rapport ‘Uitvoeringskosten van pensioenregelingen’ dd 23 april 2009 en PWC rapport ‘Kosten en baten van ondernemingspensioenfondsen’, dd 8 november 2007.

2. *De kosten van pensioenfondsen van gelijke omvang verschillen sterk, zeker de administratiekosten.* Er zijn meerdere pensioenfondsen die tien maal zoveel administratiekosten maken dan het gemiddelde van de grootteklasse waartoe ze behoren. Dergelijke uitschieters zijn wellicht goed te verklaren door verschillen in samenstelling van het bestand of door beleidskeuzes, maar wellicht ook niet. De vraag is of de relatief duurdere fondsen adequaat verantwoording afleggen aan hun deelnemers: waarom zijn de administratiekosten relatief zo hoog? Rechtvaardigt de kwaliteit van de regeling deze hoge kosten? Levert de uitvoering van de bestaande regeling nog een pensioen op dat voldoet aan de verwachtingen van de deelnemers? UPO's en jaarrekeningen bieden de deelnemer hier helaas geen houvast.
3. *Vooraf kleine tot middelgrote pensioenfondsen kunnen nog kosten besparen door schaalvoordelen te benutten en regelingen tegelijk te vereenvoudigen.* Zoals ook uit eerdere onderzoeken (zie voetnoten 1 en 2) is gebleken, blijkt dat schaal een belangrijke kostenfactor is, zeker als het gaat om administratiekosten. Daarvoor geldt: hoe groter, des te kostenefficiënter. Bij de kleinste pensioenfondsen (tot € 10 mln balanstotaal) is het niveau van de administratiekosten (uitgedrukt in een percentage van het balanstotaal van het fonds: 1,18%) gemiddeld twaalf maal zo hoog als bij de grootste pensioenfondsen (0,10%). Een kleine besparing kan al grote effecten hebben op het pensioenvermogen (zie eerste punt). Veel kleine pensioenfondsen hebben deze voordelen al benut en zijn gefuseerd. De AFM heeft tegelijk signalen ontvangen dat pensioenfondsen hier tegen praktische en wettelijke belemmeringen aanlopen.
4. *Veel pensioenfondsen rapporteren niet alle kosten.* Vooral de beleggingskosten worden maar in beperkte mate gerapporteerd in het jaarverslag en aan DNB. Het onderzoek geeft aan dat de werkelijke beleggingskosten gemiddeld twee tot drie keer hoger zijn dan de gerapporteerde kosten. Dat komt overeen met € 1,5 tot € 3 miljard³ per jaar dat niet gerapporteerd wordt. Met name de kleinere pensioenfondsen krijgen onvoldoende zicht op de daadwerkelijke beleggingskosten omdat vermogensbeheerders en externe managers kosten verrekenen in nettorendementen. Inzicht in de beleggingskosten is onder andere nodig om de beleggingsprestatie te beoordelen.

De bevindingen zijn verder uitgewerkt in deel D van deze rapportage.

B. Waarover maakt de AFM zich zorgen?

Nederland heeft een goed pensioenstelsel. Internationale vergelijkingen bevestigen dit keer op keer. Maar ons stelsel staat de laatste jaren wel onder structurele druk. Ervan uitgaande dat de toekomstige ruimte voor premieverhogingen beperkt is, neemt het belang van lage kosten en van kostenverantwoording alleen maar verder toe. En dat verdient meer aandacht van pensioenfondsbestuurders. Uit het onderzoek blijkt dat veel pensioenfondsen al goede initiatieven nemen om kosten te besparen, ondermeer door te consolideren. De Pensioenfederatie stimuleert en ondersteunt als koepel dit soort initiatieven. Tegelijkertijd bereiken de AFM signalen dat pensioenfondsen nog tegen praktische problemen en wettelijke belemmeringen aanlopen die fusies bemoeilijken of extra kostbaar maken. Te denken valt aan regels die de onderlinge uitwisseling van gegevens tussen pensioenfondsen verbieden. Of aan fiscale regels, zoals het betalen van overdrachtsbelasting als onroerend goed overgaat naar een ander fonds en aan schenkingsbelasting als de dekkingsgraden van fondsen verschillen. Ook mededingingsrechtelijke aspecten kunnen een rol spelen. Daarnaast zou de huidige wettelijke structuur van bedrijfstak-, beroeps-

³ Totaal pensioenvermogen Q3 2010 (bron DNB) = ca € 830 mrd. Gemiddeld over alle fondsen heen bedragen de gerapporteerde beleggingskosten 0,19% als % van de activa. Bij een factor 2 aan onderrapportage bedragen de niet gerapporteerde kosten € 1,5 mrd (830 mrd x 0,19%). En bij een factor 3 aan onderrapportage € 3 mrd (830 mrd x 0,38%).

en ondernemingspensioenfondsen kunnen worden aangepast om nog meer ruimte te bieden voor verdere schaalvergroting.

Hoge kosten kunnen een gevolg zijn van een niet kostenefficiënte uitvoering en/of een te complexe regeling. Deze kosten kunnen er de oorzaak van zijn dat het ambitieniveau niet gehaald wordt en zelfs dat achteraf gezien, alternatieve vormen van vermogensopbouw voor de oude dag kostenefficiënter zouden zijn geweest. Vooral kleine tot middelgrote pensioenfondsen zouden door fusies gebruik kunnen maken van schaalvoordelen. Het onderzoek geeft voldoende aanwijzingen om te kunnen concluderen dat er meerdere fondsen in Nederland zijn met een niet kostenefficiënte uitvoeringsorganisatie of een te complexe regeling.

Ook blijkt uit ons onderzoek dat veel pensioenfondsen te weinig zicht hebben op de daadwerkelijke beleggingskosten. Dit kosteninzicht is nodig om rendementen en risico's in hun onderlinge samenhang te beoordelen. De commissie Frijns refereert daar in haar rapport ook aan⁴. Het gaat er juist om dat pensioenfondsen zicht hebben op de totale beleggingskosten binnen de gehele beleggingsketen. Dus bijvoorbeeld ook van de onderliggende fondsen in een *fund-of-fund* structuur. Alleen dán wordt zichtbaar wat de kostprijs is van bijvoorbeeld *alternative investments* of actieve beleggingscategorieën en kan de beleggingsprestatie op de juiste waarde worden beoordeeld. In de informatie voor (gewezen) deelnemers zouden de werkelijke totale kosten vervolgens meegenomen moeten worden. In de praktijk rapporteren vermogensbeheerders vaak nettorendementen. Hierin zijn bepaalde beleggingskosten al verrekend. Dat bemoeilijkt het verkrijgen van inzicht in de totale kosten door pensioenfondsen. De AFM heeft ook waargenomen dat vooral de grootste pensioenfondsen wel een goed inzicht hebben in de daadwerkelijke kosten doordat zij een effectieve tegendruk bieden en volledige transparantie over de onderliggende beleggingskosten bij de vermogensbeheerders afdwingen.

C. Wat moet er volgens de AFM nu gebeuren?

Pensioenuitvoerders kunnen deelnemers meer uitleg geven over de uitvoeringskosten van hun pensioenregeling, bijvoorbeeld via het jaarverslag, in de verklaring inzake de beleggingsbeginselen, aan de deelnemersraad of in een te ontwikkelen Pensioenbijsluit. Alle betrokken partijen kunnen een rol spelen bij het verhogen van de kostentransparantie en het verlagen van de kosten. We spreken dan ook alle partijen aan om het inzicht in de werkelijke kosten te vergroten. In het bijzonder zouden de volgende partijen het volgende kunnen doen.

Pensioenfondsen en koepels

De AFM wil stimuleren dat pensioenfondsen meer inzicht in de kosten verkrijgen. Verrijkt met dat inzicht kunnen alle bij pensioenen betrokken partijen bijvoorbeeld⁵:

- zelf beoordelen wanneer de kosten van een fonds bovenmatig worden en zwaarder gaan wegen dan de baten (te meten in kwaliteit van de regeling, het serviceniveau, enzovoort);
- effectief naar besparingsmogelijkheden zoeken binnen en buiten bestaande beleidskeuzes;

⁴ Rapport "Pensioen: Onzekere zekerheid", citaat: "Het bestuur moet expliciete keuzes maken over de invulling van het beleggingsbeleid in al zijn facetten en zich daarover verantwoorden. Het bestuur moet kritisch staan tegenover de veronderstelde voordelen van alternatieve beleggingen en vormen van actief beleggingsbeleid en naast de verwachte baten eveneens de lasten en de risico's ervan in kaart brengen."

⁵ Dit is in lijn met de aandachtspunten genoemd door de Commissie Frijns (de Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer), d.d. 19-1-10: "Besturen van kleine fondsen dienen zich periodiek te buigen over de vraag of de omvang van het fonds niet te klein wordt voor een optimale bemensing[...]. De beslissing om als zelfstandig pensioenfonds door te gaan dient te worden afgewogen tegenover de aanwezige alternatieven. Het bestuur verantwoordt zich over de uitkomst naar de deelnemers".

- een betere afweging maken tussen beleggingskosten, rendement en risico's;
- (gewezen) deelnemers informeren over het kostenniveau.

Wat dat laatste betreft: kosten zijn een medebepalende factor voor de uitkomst van een pensioenregeling. Net als bij andere financiële producten hebben deelnemers belang te weten wat die kosten zijn. De informatie over kosten moet volledig zijn. Dat betekent dat uitvoerders niet alleen transparant moeten zijn over administratiekosten maar ook een volledig beeld moeten geven van de beleggingskosten en over de implicaties van die kosten voor de hoogte van het pensioen. Een nog te ontwikkelen Pensioenbijsluiter zou die informatie kunnen leveren.

Net als de grootste pensioenfondsen nu al doen, zouden alle pensioenfondsen volledig kosteninzicht bij vermogensbeheerders moeten afdwingen, zodat zij de hoogte van het kostenniveau kunnen verantwoorden, ook naar de (gewezen) deelnemers. Koepels kunnen een aanjagende rol vervullen naar bijvoorbeeld de vermogensbeheerders en externe managers. De pensioenfondsen die participeren in het zogenoemde *CEM-benchmark* onderzoek, creëren zelf nu al meer inzicht in de werkelijke beleggingskosten. Het is een goede zaak als pensioenfondsen onderzoeken of zij kunnen aansluiten bij dergelijke *benchmarks*.

Waar betrokkenen de beleggingskosten en de administratiekosten van de regeling of van de uitvoering niet meer verantwoord vinden, komen alternatieve structuren in beeld zoals fusies, opgaan in een groter verband, vereenvoudiging van de regeling, samenwerkingsverbanden oprichten en poolen. Hiertoe heeft de sector al veel goede initiatieven ontplooid. De AFM onderschrijft het belang van voortzetting daarvan. Voor zover er wettelijke belemmeringen zijn die een verdere consolidatie of kostenbesparing in de weg staan, zouden deze door betrokken partijen en de wetgever kunnen worden opgepakt. Wellicht kan een verbeterd kosteninzicht zelfs nieuwe visies opleveren over een vernieuwde inrichting van ons tweedepijler pensioensysteem, gegeven de lopende discussie daarover⁶.

Goede praktijk: beproefde besparingsmogelijkheden in de administratiekosten

- In één casus heeft het vereenvoudigen van de pensioenregeling (= het gladstrijken van overgangsregelingen, van dertien naar drie regelingen) een besparing opgeleverd van naar schatting 11%.
- In een andere casus heeft een pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO) de salarisadministratie naar zich toe getrokken. Hierdoor ontstaan opbrengsten en dalen de kosten omdat het dataverkeer optimaal verloopt (besparing administratiekosten circa 10%).
- Een bedrijfstakpensioenfonds haalt werknemersdata centraal op van UWV en 'bruteert' dit naar pensioengevend salaris. De totale administratieve last daalde met circa 33%. De Pensioenfederatie probeert een stap verder te zetten door de (salaris)rapportages van werkgevers aan de Belastingdienst te uniformeren met de opgaves aan de pensioenfondsen of PUO's.
- In geval een pensioenfonds zijn gehele bestand opschoont voor kleine slapende aanspraken en deze afwikkelt, dalen de administratieve lasten structureel. De terugverdientijd is tweeënhalf jaar.

Vermogensbeheerders, andere externe managers⁷ en koepels

⁶ Onder andere: *Pensioenakkoord 2010+ VNO-NCW rapport*.

⁷ Hieronder vallen ook *fiduciair-, asset-, en fundmanagers*.

De AFM roept vermogensbeheerders op hun cliënten (pensioenfondsen) goed voor te lichten en volledig inzicht te geven in de kosten⁸, ook van de onderliggende beleggingen. Beleggingen zijn financiële producten en voor financiële producten geldt dat kosten altijd van belang zijn, temeer omdat de kosten de hoogte van de einduitkomst (= de hoogte van het pensioen) deels bepalen.

Kritische succesfactor in de kostentransparantie is dat vermogensbeheerders en externe managers hun kosten transparant maken. Met de introductie van de *DUFAS principes fiduciair beheer*⁹ is er door de sector al een initiatief genomen om transparantie over beleggingskosten bij fiduciair beheer te bevorderen. De vraag is echter of de reikwijdte kan worden vergroot en de naleving kan worden verbeterd.¹⁰

Accountants en koepel

Ook accountants spelen een belangrijke rol omdat zij de gegevens in de jaarrekeningen en Staten controleren. De AFM kan zich voorstellen dat de Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ) vanuit zijn expertise en rol en gegeven de wettelijke kaders, een bijdrage zou kunnen leveren aan een betere definitie van de post 'kosten van vermogensbeheer'. Met een betere definitie krijgen de accountants meer mogelijkheden om door te vragen bij de wettelijke controles van de Staten en de jaarrekening van pensioenfondsen. Dit geldt ook voor de controle van de jaarrekeningen van (institutionele) beleggingsinstellingen. De Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA) zou vervolgens in haar Praktijkhandreiking de controlerende accountant meer handvatten mee kunnen geven voor de controle van de post 'kosten van vermogensbeheer'. De NBA heeft al aangegeven de doelstelling van een transparante, eenduidige en eerlijke kostenverantwoording te ondersteunen.

Leveranciers administratiesystemen en managementinformatie

Managementaansturing op kosten is vooral effectief als vermogensbeheerders tijdig informatie over de kosten beschikbaar stellen. Leveranciers van systemen kunnen inspelen op de tijdige informatievoorziening vanuit de systemen naar het management van pensioenfondsen.

En wat gaat de AFM doen?

De AFM zal vermogensbeheerders en fondsmanagers die onder toezicht staan aanspreken op het transparant maken van alle beleggingskosten, voor zover wettelijk mogelijk. Veel van de fondsen voor institutionele beleggers staan echter niet onder toezicht. De AFM roept de aanbieders van deze fondsen op om zelf stappen te zetten naar volledige kostentransparantie. Overigens geldt voor een aantal van deze fondsen dat ze in de toekomst wel onder toezicht komen te staan¹¹. Wanneer zelfregulering niet tot de gewenste resultaten leidt, zal de AFM overwegen om de wetgever te adviseren nadere regelgeving op te stellen. Verder zal de AFM uiteraard blijven controleren of aan de bestaande wettelijke transparantieverplichtingen wordt voldaan.

⁸ Dit is in lijn met de Commissie Frijns (de Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer), d.d. 19-1-10): "Vermogensbeheerders en andere externe partijen moeten bijvoorbeeld zorg dragen voor een goede functiescheiding en adequate rapportages leveren [...]. Het geven van inzicht en het opleveren van adequate rapportages dienen een belangrijk selectie criterium te vormen bij de selectie van deze partijen".

⁹ DUFAS principes fiduciair beheer, november 2008: www.dufas.nl/index.cfm/go/Nieuws/news_id/41/Principles-Fiduciair-Beheer. DUFAS heeft aangegeven de code dit jaar te evalueren en daarbij ook het principe over kostentransparantie te beoordelen.

¹⁰ In Engeland heeft de sector een meer uitgebreide regeling tot stand gebracht: Pension Fund Disclosure Code, Investment Management Association, september 2007. Door deze Code worden bepaalde beleggingskosten nu expliciet gerapporteerd aan institutionele beleggers.

¹¹ Institutionele alternatieve beleggingsfondsen die nu niet vergunningplichtig zijn, zullen dat in de nabije toekomst wel worden na implementatie van de Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFM).

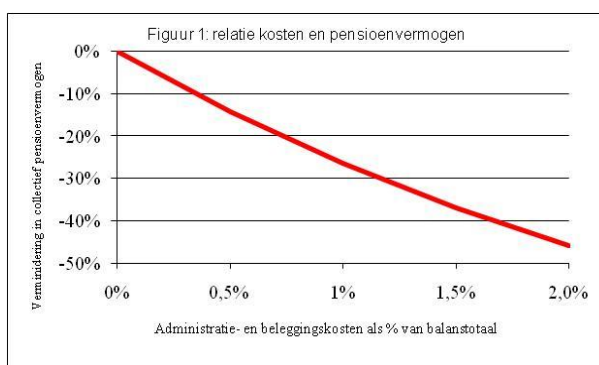
D. De voornaamste bevindingen verder uitgewerkt

Zoals in deel A beschreven, zijn de bevindingen:

1. Kosten hebben een grote invloed op het ouderdomspensioen.
2. De kosten van pensioenfondsen van gelijke omvang verschillen sterk, zeker de administratiekosten.
3. Vooral kleine tot middelgrote pensioenfondsen kunnen kosten besparen door schaalvergroting en door pensioenregelingen te vereenvoudigen.
4. Veel pensioenfondsen rapporteren niet alle kosten.

Ad 1: Kosten hebben een grote invloed op het ouderdomspensioen.

Kosten van pensioenuitvoering doen ertoe: een kostenverlaging van 0,25% leidt op een termijn van veertig jaar tot een circa 7,5% hoger collectief pensioenvermogen. Dit blijkt ook uit eerder onderzoek (zie voetnoot één). De volgende figuur laat zien hoe kostenstijgingen doorwerken in dalingen van het collectieve pensioenvermogen. Een daling van het pensioenvermogen heeft een direct gevolg voor de individuele uitkering: hoe hoger het vermogen, des te meer beschikbaar is voor uitkeringen.



Figuur 1 - Relatie tussen kosten uitgedrukt als % van balanstotaal van een pensioenfonds (horizontale as) en de verandering in het vermogen van het pensioenfonds (verticale as). Rekenmodel gebaseerd op het artikel van Bikker en De Dreu (DNB Working Paper, no 109/August 2006, Pensionfund efficiency).

Ad 2 De kosten van pensioenfondsen van gelijke omvang verschillen sterk, zeker de administratiekosten.

Uit de Staten van DNB blijkt dat de gemiddelde gerapporteerde totale kosten per jaar in Nederland 0,32% van de balanswaarde zijn (ultimo 2009), bestaande uit 0,19% beleggingskosten per jaar en 0,13% administratiekosten. Uitgedrukt in gerapporteerde kosten per deelnemer (incl. slapers) is dat: € 123 per deelnemer, waarvan € 73 beleggingskosten en € 50 administratiekosten. De variatie rond deze gemiddelden is zeer groot. De uitschieters naar boven toe blijken vooral het gevolg te zijn van verschillen in administratiekosten.

Administratiekosten

Bij administratiekosten speelt schaal een dominante rol (hoe groter, hoe goedkoper). Qua administratiekosten blijken er in alle grootteklassen ook relatief dure fondsen te zijn. De kostenverschillen in één grootteklasse kunnen oplopen tot tien keer de gemiddelde kosten in die grootteklasse. Deze uitschieters zijn wellicht goed te verklaren door verschillen in samenstelling van het bestand, maar wellicht ook niet. Dat verdient nader onderzoek.

De AFM wil in principe geen oordeel vellen over de validiteit van het bestaan van (zeer) kostbare vormen van pensioenuitvoering. De vraag is wél of de relatief duurdere (vaak kleinere) fondsen adequaat verantwoording afleggen aan hun (gewezen) deelnemers. Relevante vragen zijn: waarom zijn de

administratiekosten zo hoog? Rechtvaardigt de kwaliteit van de regeling dergelijke hoge kosten? Levert de uitvoering van de bestaande regeling een pensioen op dat voldoet aan de verwachtingen van de deelnemers? UPO's en jaarrekeningen bieden de deelnemers hier helaas geen houvast.

De vraag is ook of de relatief dure fondsen alle besparingsmogelijkheden hebben benut. Bijvoorbeeld: kleinere fondsen kunnen meer vaart zetten achter 'het slim opschalen'. Hiermee bedoelt de AFM dat gelijktijdig met de schaalvergroting de regeling(en) worden vereenvoudigd, er minder keuzemogelijkheden worden ingebouwd en minder overgangs- en uitzonderingsregelingen in stand worden gehouden. Want uit het onderzoek blijkt dat juist 'slimme schaalvergroting' aanzienlijke besparingen op kan leveren.

Een tegeltje waardig:

"De koning van de flexibiliteit is de keizer van de kosten", afkomstig uit één van de interviews.

Beleggingskosten

Over besparingsmogelijkheden in de beleggingskosten valt nu niet veel te zeggen. Ten eerste moeten dan alle beleggingskosten transparant zijn (zie ad 4). Ten tweede moeten de beleggingskosten altijd in relatie worden gezien met de belegging zelf, de rol daarvan binnen de gehele portefeuille en het rendement. Wel blijkt dat de beleggingstarieven in het algemeen dalen bij grotere mandaten. In die zin doen ook schaalvoordelen voor beleggingskosten ertoe. Uit het onderzoek blijkt dat ook middelgrote pensioenfondsen resultaten kunnen boeken door te onderhandelen over de tarieven en de service.

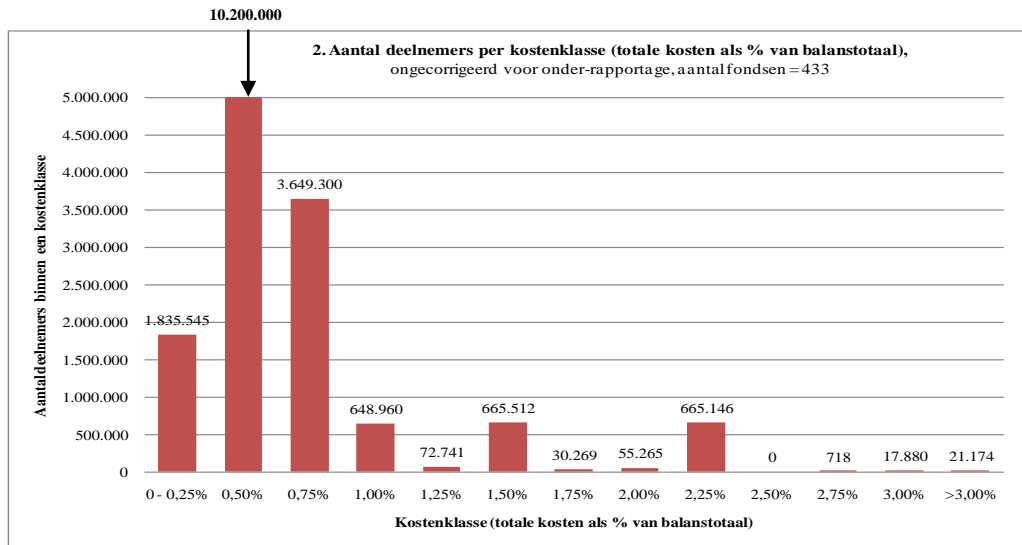
Goede praktijk: onderhandel over beleggingstarieven

"The majority of investment managers in our survey (96%) say they are willing to negotiate on fees, even for relatively small size mandates and the more active trustees are achieving significant savings. [...] We estimate that were all trustee boards to take such an active approach, and say achieve a relatively modest saving of just 1 basis point per annum, this could improve the value of pension fund assets by GBP 100m pa." Bron: Lane Clark & Peacock LLP, Investment Management Fees Survey 2010, analysis of fund manager fees and related issues.

Vertaald naar de Nederlandse situatie, zou een besparing van 0,01% (1 basispunt) een nominale besparing opleveren van circa € 83 miljoen per jaar.

Totale kosten

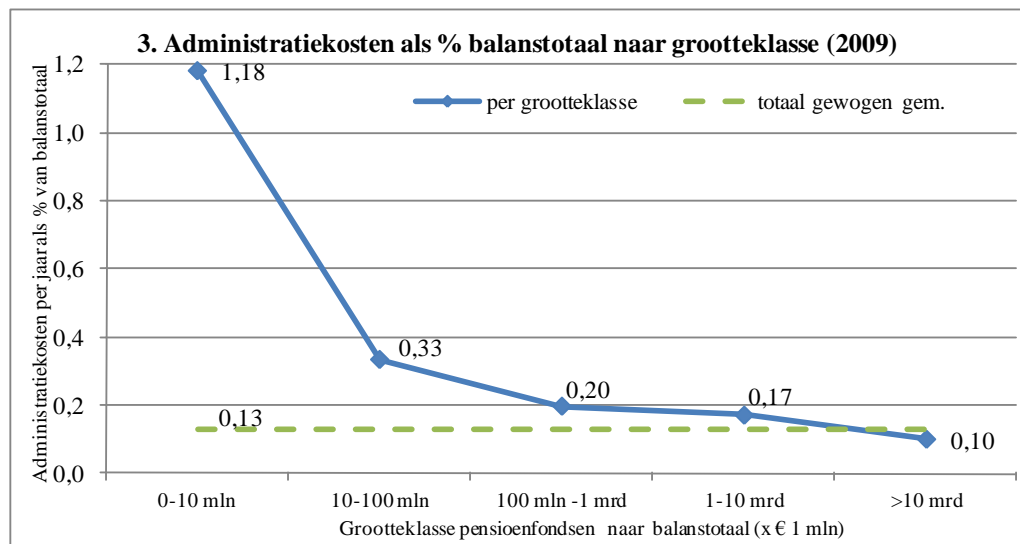
In figuur 2 hierna zijn de fondsen ingedeeld naar oplopende kostenklassen (horizontale as en ongecorrigeerd voor de waargenomen onderrapportage van beleggingskosten). Per kostenklasse is weergegeven hoeveel deelnemers te maken hebben met de gegeven kostenklasse. Indien gecorrigeerd voor de onderrapportage (beleggingskosten x2), verschuift het beeld naar rechts.



Figuur 2 Relatie tussen het aantal deelnemers en de kostenklasse (totale kosten als % van balanstotaal).

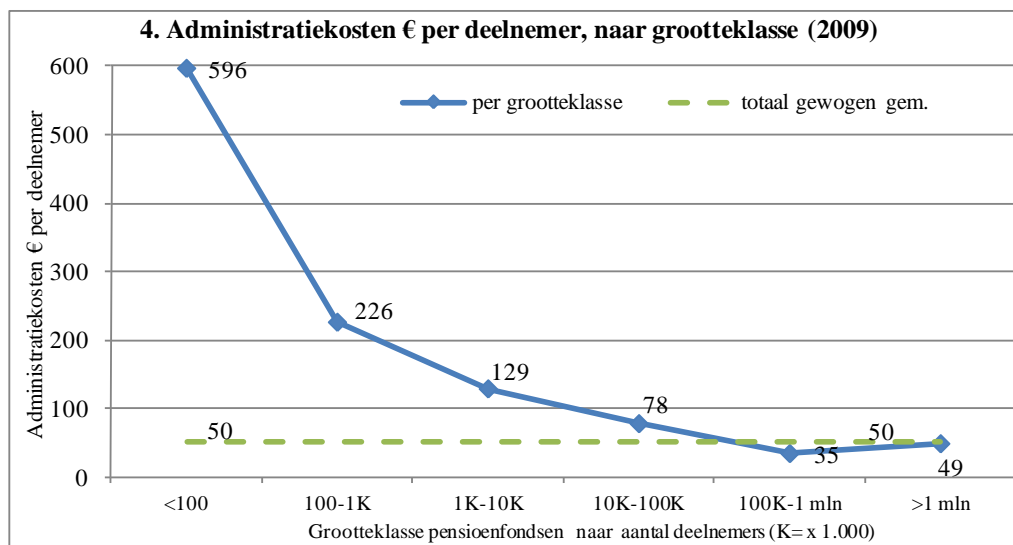
Ad 3 Vooral kleine tot middelgrote pensioenfondsen kunnen kosten besparen door schaalvergroting en door pensioenregelingen te vereenvoudigen

De kleinste pensioenfondsen zijn gemiddeld bijna 12x zo duur als de grootste pensioenfondsen gemeten in administratiekosten per activa (1,18% van de activa, versus 0,10%). Zie figuur 3. Het is daarom een goede ontwikkeling als er consolidatie en daarmee schaalvergroting plaatsvindt onder pensioenfondsen. In de kleinste klasse van pensioenfondsen uit figuur 3 (balanswaarde tussen € 0-10 mln) zitten 26.000 (gewezen) deelnemers, in de klasse € 10 - € 100 mln 228.000, gevolgd door respectievelijk 2.689.000, 6.823.000 en 8.121.000 (gewezen) deelnemers.



Figuur 3: Relatie tussen administratiekosten (als % van balanstotaal) en het vermogen van pensioenfondsen.

Gemeten in administratiekosten per deelnemer, ontstaat hetzelfde beeld: de kleinste fondsen zijn twaalf keer duurder dan de grootste fondsen, te weten gemiddeld € 596 per deelnemer voor de kleinste fondsen en € 49 per deelnemer per jaar voor de grootste fondsen. Zie figuur 4.



Figuur 4: Relatie tussen administratiekosten (in euro's per deelnemer) en het aantal deelnemers van pensioenfondsen

Ad 4: Veel pensioenfondsen rapporteren niet alle kosten.

Zonder adequaat kosteninzicht kunnen sociale partners en pensioenfondsen geen weloverwogen afwegingen maken. Er is een grote lacune in de rapportage van beleggingskosten. Uit het kasstroomoverzicht in de jaarrekening blijkt dat pensioenfondsen voornamelijk de eerstelijns-beleggingskosten rapporteren, namelijk de uitgaven aan hun directe vermogensbeheerder. De kosten van de onderliggende fondsen in de gehele beleggingsketen blijven dan buiten beeld. De werkelijke beleggingskosten lijken een factor twee tot drie hoger te zijn dan de formeel gerapporteerde kosten (in de Staten en in de jaarrekening). Bij een gemiddelde gerapporteerde beleggingskosten van 0,19% betekent dat een verzwaring van de beleggingskosten tot 0,38% respectievelijk 0,57%. Gerelateerd aan het totale pensioenvermogen van € 830 miljard is dat circa € 1,5 miljard tot 3 miljard per jaar. Er zijn 70 fondsen (van de 433) die helemaal geen vermogensbeheerkosten rapporteren in de Staten, waaronder ook (zeer) grote fondsen.

Uit het verkennend onderzoek blijkt dat pensioenfondsen méér beleggingskosten rapporteren bij de CEM-benchmark dan in de jaarrekening of de Staten. Dat heeft onder meer met de kostendefinitie te maken. Zo heeft de Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen een CEM-benchmark laten uitvoeren over het jaar 2009¹². Daaruit blijkt dat de gemiddelde beleggingskosten van deelnemende bedrijfstakpensioenfondsen 0,4% bedragen. Uit de Staten¹³ blijkt echter dat bedrijfstakpensioenfondsen gemiddeld 0,2% aan beleggingskosten rapporteren over hetzelfde jaar 2009. Nu liggen hier gedeeltelijk steekproefverschillen aan ten grondslag. Maar uit het verkennend onderzoek blijkt wel dat pensioenfondsen over het algemeen meer beleggingskosten maken dan zij rapporteren in de Staten of jaarrekening en ook meer

¹² Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen – CEM benchmarking Algemene Rapportage (voor het jaar eindigende op 31-12-0), november 2010.

¹³ De AFM heeft steekproefsgewijs een aantal jaarrekeningen bezien op kosten vermogensbeheer. In vrijwel alle gevallen komen de in de jaarrekening gerapporteerde beleggingskosten overeen met de opgegeven kosten in de Staten.

beleggingskosten opgeven voor de CEM-benchmark (een factor 2). En ook in de CEM-benchmark worden niet alle beleggingskosten meegenomen.

In de jaarrekeningen en Staten is het merendeel van de beleggingskosten direct verrekend in het rendement of in de *net asset value* (NAV). Zie het tekstkader hierna. Hierdoor verdwijnen kosten uit beeld. Uit de interviews is het beeld ontstaan dat met name de kleinere pensioenfondsen onvoldoende zicht krijgen op de daadwerkelijke beleggingskosten omdat vermogensbeheerders en externe managers kosten verrekenen in nettorendementen en de beleggingskosten verder niet inzichtelijk maken. De grootste pensioenfondsen lijken wél volledige transparantie af te kunnen dwingen bij vermogensbeheerders, maar rapporteren toch nog te weinig in de Staten of jaarrekening.

De vraag is of het gebrekkige inzicht in de onderliggende beleggingskosten tot adequaat fondsmanagement kan leiden. Zijn bijvoorbeeld alle werkelijke kosten meegenomen in de *ALM-studies*? Zijn er voorzienbare teleurstellingen te verwachten bij (gewezen) deelnemers omdat het fonds met te lage kosten rekening heeft gehouden? De AFM roept alle betrokken partijen op om een rol te spelen bij het verhogen van de kostentransparantie.

Enkele citaten uit jaarverslagen

“Beheerkosten die door een onderliggende vermogensbeheerder op de beleggingsopbrengsten in mindering worden gebracht, zijn niet begrepen in de kosten van vermogensbeheer. Deze kosten worden thans niet separaat door de externe managers gerapporteerd.”

“De directe beleggingsopbrengsten hebben betrekking op opbrengsten uit beleggingsfondsen, interest en dividenden onder aftrek van de aan de beleggingen toe te rekenen kosten.”

“De kosten uit hoofde van beheervergoeding alsmede transactiekosten gerelateerd aan beleggingen zijn in mindering gebracht op de directe en indirecte beleggingsopbrengsten.”

“Aankoopkosten zijn verwerkt in de actuele waarde van de beleggingen. Verkoopkosten worden verantwoord als onderdeel van de gerealiseerde herwaarderingen.”

Ook de kosten van pensioenverzekeraars zijn bekeken

Circa 15% van de actieve deelnemers in de tweede pijler nemen deel via (semi-)collectieve pensioencontracten direct afgesloten bij pensioenverzekeraars. Dit zijn de zogenoemde rechtstreeks verzekerde regelingen. Ongeveer de helft van de rechtstreeks verzekerde regelingen betreft een zogenoemde ‘premieovereenkomst op beleggingsbasis’. De kosten van deze overeenkomsten bestaan uit kosten van de verzekeraar, kosten van het advies en beleggingskosten.

In ons onderzoek *Doorrekening van beschikbare premieovereenkomsten* (juni 2010) heeft de AFM gekeken naar de impact van kosten op het ouderdomspensioen bij beschikbare premieovereenkomsten. In het onderzoek is aan de hand van een aantal scenario’s het effect van het verschil in kosten op het ouderdomspensioen doorgerekend. Indien de kosten worden gemaximeerd op de toetsnorm¹⁴, dan leidt dit tot een 21% lager ouderdomspensioen (exclusief AOW ten opzichte van overeenkomsten met lage kosten. Voor het huidige onderzoek heeft de AFM nader gekeken naar de hoogte en transparantie van beleggingskosten bij verzekerde regelingen:

- De beleggingsfondskosten kunnen aanzienlijk zijn en onderling sterk verschillen. De beleggingsfondskosten (Total Expense Ratio of TER) van life-cyclefondsen variëren van 0,50% tot 1,70% van het fondsvermogen¹⁵.
- De TER bevat niet alle kosten. Niet opgenomen zijn:
 - De op- en afslag ten opzichte van de intrinsieke waarde die sommige beheerders hanteren bij het kopen en verkopen van participaties in het fonds;
 - Transactiekosten voor het aan- en verkopen van de aandelen en obligaties waarin het fonds belegd. Hoe actiever een fonds handelt, hoe hoger deze aan- en verkoopkosten zijn.
- Veel life-cyclestructuren beleggen in unit-linked fondsen (huisfondsen van de verzekeraar) en staan niet onder gedragstoezicht. De AFM heeft de werkelijke kosten van deze fondsen niet individueel vastgesteld. Dit verdient nader onderzoek.

Waar maken we ons zorgen over?

Afgelopen jaren heeft de AFM meerdere rapporten gepubliceerd over beschikbare premieovereenkomsten zoals *Kostentransparantie bij Premieovereenkomsten*, *Doorrekening van beschikbare premieovereenkomsten*, *Kwaliteit Advies Tweedepijler Pensioenen*, *Geef Nederlanders Pensioeninzicht*, en *Zorgplicht bij premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid 2009*. Het totaalbeeld biedt reden tot zorg. Beschikbare premieovereenkomsten kennen veelal aanzienlijke risico’s. De informatie over kosten is onduidelijk en de kwaliteit van het advies aan de werkgever is ver onder de maat. Hierdoor hebben deelnemers aan premieovereenkomsten onvoldoende inzicht in hun toekomstig pensioen en vaak te hoge verwachtingen.

Wat moet er volgens de AFM nu gebeuren?

De AFM stelt vast dat aanbieders en sociale partners al verdere verbeteringen in de informatievoorziening hebben doorgevoerd. Zo hanteren de verzekeraars sinds 2010 het 3 BPR model. Het model geeft onder andere meer inzicht in de kosten van een pensioenregeling. Ook ziet de AFM dat andere zorgpunten worden opgepakt. Zo heeft het Verbond van Verzekeraars aangegeven met andere betrokken partijen te overleggen over het (onder)benutten van de maximale fiscale ruimte voor pensioenopbouw. De AFM ziet het als een goede ontwikkeling dat verzekeraars verdere stappen zetten voor meer kostenverantwoording. De AFM roept verzekeraars deze weg van transparantie verder te gaan, zo ook in de kosten van het beheer van het vermogen en actief te streven naar het verlagen van de kosten van pensioenverzekeringen. De AFM roept verzekeraars en adviseurs verder op om werkgevers en werknemers goed te informeren over deze kosten en de voorwaarden van pensioenregelingen zodat zij reële verwachtingen hebben over hun pensioen.

¹⁴ De toetsnorm is een maximum aan kosten voor premieovereenkomsten met beleggingsmogelijkheid gesloten voor 2010. De toetsnorm geldt niet voor nieuwe contracten.

¹⁵ Deze conclusie is gebaseerd op: *Research Special Pensioenen, Onderzoek uitgevoerd door MoneyView Research BV, februari 2010.*

Bijlage: Hoe is het onderzoek vormgegeven

De AFM heeft een verkennend onderzoek uitgevoerd naar de hoogte van de administratie- en beleggingskosten van pensioenregelingen bij pensioenfondsen in Nederland. De AFM heeft geen toezichtonderzoek per pensioenfonds gedaan. De AFM heeft zich gebaseerd op gegevens van DNB, op openbare gegevens (jaarverslagen) van pensioenfondsen en verzekeraars, op een aantal interviews met marktpartijen en op publicaties om een beeld te krijgen van de transparantie en werking van kosten.

AFM heeft gebruik gemaakt van de gegevens van DNB uit de Staten over de kosten van pensioenfondsen. Deze Staten bevatten de hoogte van de gerapporteerde administratiekosten en beleggingskosten van alle pensioenfondsen in Nederland. Van de 433 fondsen die een vermogen (balanstotaal) en een deelnemersaantal hebben gerapporteerd, heeft de AFM de kosten gerelateerd aan respectievelijk de balanstotalen en de deelnemers. Opgemerkt wordt dat bij het aantal deelnemers ook de slapers zijn meegenomen. Er is geen normdeelnemer gedefinieerd zoals in de CEM-benchmark gebeurt.

Steekproefsgewijs is de dataset uit de Staten vergeleken met de informatie uit openbare jaarverslagen. Hieruit kwam naar voren dat het aantal deelnemers overeenkwam. Dit geldt overwegend ook voor de beleggingskosten. Er blijken wel afwijkingen te zijn in de hoogte van de administratiekosten. In de jaarrekeningen waren de gerapporteerde administratiekosten 5% tot 10% hoger dan in de Staten. Deze verschillen verdienen nader onderzoek.

In 2009 bedroegen de aan DNB gerapporteerde administratiekosten € 901 miljoen en de gerapporteerde beleggingskosten € 1.274 miljoen. Deze absolute kosten geven een globaal beeld waar we het over hebben, maar het beeld is wel beperkt. Indien de kosten worden gerelateerd aan de economische activiteit, wordt het beeld scherper. Als kostenratio kunnen twee kengetallen worden gehanteerd: de kosten per deelnemer en de kosten per activum (per € balanstotaal). Voor administratiekosten lijken 'de kosten per deelnemer' de betere graadmeter en voor de beleggingskosten 'de kosten per activum'.

Door middel van een rekenkundig model gebaseerd op het artikel van Bikker en De Dreu (DNB Working Paper, no 109/august 2006) is het effect van kosten op het ouderdomspensioen gekwantificeerd. De kwantitatieve uitkomsten zijn getoetst aan de hand van openbare studies en interviews. Er zijn gesprekken gevoerd met vier pensioenfondsen (zowel groot als klein, zowel Opf als Bpf), drie pensioenuitvoeringsorganisaties (administratief beheer) en vier vermogensbeheerders. Naast voor het toetsen van de uitkomsten, zijn de interviews vooral ook gebruikt om een beeld te krijgen van de belangrijkste factoren die de hoogte van de kosten bepalen.

Autoriteit Financiële Markten

T 020 797 2000 | F 020 797 3800

Postbus 11723 | 1001 GS AMSTERDAM

www.afm.nl

De tekst in deze brochure is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontleen. Door besluiten op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet langer actueel is wanneer u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – zoals bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door acties ondernomen naar aanleiding van deze brochure.

Amsterdam, april 2011