

Nederlandse pensioenfondsen: transparantie over uitvoeringskosten?

Anne Laning, Henk Langendijk en Rajesh Grobbe

SAMENVATTING Nu de dekkingsgraden van Nederlandse pensioenfondsen langdurig laag zijn, is er meer aandacht voor de uitvoeringskosten gekomen. Na een onderzoek van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft de Pensioenfederatie in 2011 Aanbevelingen gepubliceerd om de transparantie over kosten (pensioenbeheerkosten, vermogensbeheerkosten en transactiekosten) in onder andere het jaarverslag van een pensioenfonds te vergroten. In dit artikel onderzoeken we in welke mate het bestuur de Aanbevelingen in het jaarverslag 2011 naleeft.

De conclusie van het onderzoek is dat de pensioenbeheerkosten en de vermogensbeheerkosten door twee derde en transactiekosten door een derde van de pensioenfondsen worden gerapporteerd in overeenstemming met de Aanbevelingen. Ook wordt geconcludeerd dat er verbetermogelijkheden zijn in de verantwoording over de determinanten van de uitvoeringskosten en de toelichting bij de uitvoeringskosten.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Uit dit onderzoek blijken verbetermogelijkheden over de verantwoording over pensioenbeheerkosten, vermogensbeheerkosten en transactiekosten in de jaarverslagen van pensioenfondsen. Dit moet het mogelijk maken dat belanghebbenden de uitvoeringskosten van pensioenfondsen in perspectief kunnen zien van de bepalende determinanten.

1 Inleiding

Laning en Langendijk (2011) hebben onderzocht in welke mate pensioenfondsen verantwoording afleggen over het gevoerde premiebeleid, indexatiebeleid en beleggingsbeleid. De conclusie was dat er nog de nodige verbetering mogelijk was. Buiten beschouwing is gebleven de verantwoording over de uitvoeringskosten van Nederlandse pensioenfondsen. Weliswaar had vlak voor de uitvoering van dat onderzoek de Autoriteit Financiële Markten (AFM) (2011) hier een rapport over gepubliceerd, maar dit rapport zal voor menig pensioenfonds te laat zijn geweest om hier uitvoerig in het jaarverslag 2010 op in te gaan.

De AFM geeft in haar rapport aan dat de uitvoeringskosten van significante invloed kunnen zijn op (1) de uiteindelijke hoogte van het pensioen, alsmede dat (2) de in de jaarrekeningen gerapporteerde kosten veelal niet volledig zijn. In zijn algemeenheid geldt dat een kostenverlaging van 0,25 procentpunt op een termijn van veertig jaar gelijk staat aan een circa 7,5% hoger collectief pensioen (AFM, 2011). Uit de toezichtgegevens pensioenfondsen van De Nederlandsche Bank (DNB, 2012)¹ blijkt dat de aan DNB gerapporteerde uitvoeringskosten van alle onder toezicht van DNB staande pensioenfondsen gezamenlijk gestegen zijn van 562 miljoen in 1998 naar 1.111 miljoen in 2010, een gemiddelde jaarlijkse stijging van 5,8%, waarbij het aantal pensioenfondsen in deze tijd is afgenomen van 1.038 naar 454.

Omdat de uitvoeringskosten van significante invloed kunnen zijn op de hoogte van het pensioen is het van belang dat pensioenfondsen verantwoording afleggen aan de deelnemers en de werkgever(s) over de uitvoeringskosten: er is immers een uitgestelde invloed op het besteedbaar inkomen van de deelnemers. De uitvoeringskosten worden door de Pensioenfederatie (2011) gedefinieerd als pensioenbeheerkosten, vermogensbeheerkosten en transactiekosten. Naar aanleiding van het rapport van de AFM heeft de koepelorganisatie van pensioenfondsen, De Pensioenfederatie, in november 2011 Aanbevelingen Uitvoeringskosten gepubliceerd, gevolgd door de Nadere uitwerking kosten vermogensbeheer in maart 2012 (hierna gezamenlijk aangeduid als de Aanbevelingen). In deze publicaties worden de pensioenfondsen opgeroepen om transparant te zijn over uitvoeringskosten. De centrale vraag in deze bijdrage is dan ook: in welke mate leggen Nederlandse pensioenfondsen, al dan niet overeenkomstig de Aanbevelingen van de Pensioenfederatie, verantwoording af over de beleidskeuzes en daaruit volgende uitvoeringskosten in hun jaarverslagen (bestuursverslagen) en jaarrekeningen over boekjaar 2011?

Dit artikel is als volgt opgebouwd. In paragraaf 2 wordt nader ingegaan op de relevante wet- en regelgeving, de inhoud van de Aanbevelingen en de uitvoeringskosten en bijbehorende determinanten. Tevens wordt in deze paragraaf het toetsingskader voor het empirisch onderzoek beschreven. Paragraaf 3 beschrijft de onderzoekspopulatie en de resultaten van het empirisch onderzoek inclusief de best practices. We sluiten af met een samenvatting, conclusies en aanbevelingen in paragraaf 4.

2 Verantwoording afleggen door pensioenfondsen via het jaarverslag en de jaarrekening

Op ondernemingspensioenfondsen (OPFs) en bedrijfstakpensioenfondsen (BPFs) is artikel 146 van de Pensioenwet van toepassing, en op beroepspensioenfondsen (BPRs) artikel 141 van de Wet verplichte pensioenregeling. In deze artikelen is bepaald dat pensioenfondsen binnen zes maanden na afloop van een boekjaar de jaarrekening en het jaarverslag vaststellen in overeenstemming met titel 9, boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (BW). Vrijstellingen op grond van omvang zijn daarbij niet van toepassing.

Artikel 391 BW² bevat bepalingen over het jaarverslag (directieverslag). De Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ) (2010) schrijft in RJ 400.105 dat de bepalingen van dit wetsartikel ertoe strekken te verhinderen dat in het jaarverslag met al te globale en vage uitlatingen wordt volstaan. Deze bepalingen gelden ook voor pensioenfondsen maar zijn niet specifiek voor pensioenfondsen geschreven. Om die reden gaan we hierna in op nadere bepalingen voor pensioenfondsen. RJ 610.503 geeft geen specifieke eisen voor uitweidingen omtrent uitvoeringskosten voor pensioenfondsen.

Titel 9 BW schrijft niets voor over de externe verslaggeving omtrent factoren die de uitvoeringskosten bepalen. In RJ 610 is over uitvoeringskosten alleen opgenomen dat deze kosten afzonderlijk gepresenteerd moeten worden in de staat van baten en lasten (alinea 303) en het kasstroomoverzicht (RJ 610.501). Tevens is bepaald dat 'indien de sponsor(s) pensioenuitvoerings- en administratiekosten geheel of grotendeels draagt (dragen), dit in de toelichting [dient] te worden vermeld' (RJ 610.305). Tot slot is bepaald dat op de post Beleggingsresultaten de kosten van het beheer van de beleggingen in mindering dienen te worden gebracht, waarbij een onderscheid wordt gemaakt naar beleggingsresultaten risico pensioenfonds en beleggingsresultaten risico deelnemers. Onder kosten van vermogensbeheer worden zowel de externe als de toegerekende interne kosten verstaan. Het verdient aanbeveling de kosten van vermogensbeheer in de toelichting te onderscheiden in kosten exploitatie van vastgoed en overige kosten vermogensbeheer (RJ 610.314 en 315). De beleggingsresultaten (en kosten) dienen gespecificeerd te worden naar de verschillende beleggingscategorieën (vastgoedbeleggingen, aandelen, vastrentende waarden, derivaten en overige beleggingen).

De Pensioenfederatie (2011) heeft in haar Aanbevelingen de uitvoeringskosten van pensioenfondsen gedefinieerd als de som van de pensioenbeheerkosten, de vermogensbeheerkosten en de transactiekosten. Ondanks dat de transactiekosten voortvloeien uit het vermogensbeheer wordt van pensioenfondsen verwacht dat deze kosten afzonderlijk worden toegelicht.

Onder de pensioenbeheerkosten vallen bijvoorbeeld de werkgeverrelateerde kosten, de kosten voor deelnemers en gepensioneerden (alle werkzaamheden die worden verricht om de aanspraken te administreren en betrokkenen te informeren), de kosten van het bestuur en financieel beheer en projectkosten. De integrale pensioenbeheerkosten moeten volgens de Aanbevelingen gerapporteerd worden.

De Pensioenfederatie gaat in zijn definitie van de vermogensbeheerkosten verder dan RJ 610. Niet alleen de gefactuurde kosten en de intern gemaakte kosten maar ook een schatting van de in het beleggingsrendement verrekende externe kosten moet worden opgenomen in het jaarverslag inclusief een toelichting op de daarbij horende determinanten. Daarmee worden de integrale vermogensbeheerkosten transparant.

De vermogensbeheerkosten zijn samengesteld uit bestuurskosten, kosten bewaarloon en beheerkosten van de beleggingen, zoals kosten van fiduciair beheer, kosten van portefeuillebeheer en prestatieafhankelijke vergoedingen.

De transactiekosten zijn kosten om (beleggings)transacties te verrichten. De transactiekosten omvatten de kosten bij directe aan- en verkoop van vermogenstitels door een pensioenfonds, acquisitiekosten bij de directe aanschaf van illiquide beleggingen en de in- en uitstapvergoedingen bij beleggingsfondsen. Dit is in de Aanbevelingen bewust als een limitatieve opsomming opgenomen, andere dan de genoemde transactiekosten hoeven niet gerapporteerd te worden. Zo blijven buiten beschouwing de transactiekosten die binnen beleggingsfondsen gemaakt worden. Waar in het vervolg van dit onderzoek wordt gesproken over compleetheid van transactiekosten, wordt deze definitie gehanteerd.

Ten behoeve van de bevordering van de transparantie en vergelijkbaarheid van uitvoeringskosten verwacht de Pensioenfederatie dat pensioenfondsen opvolging geven aan de volgende punten in het jaarverslag 2011:

- Rapporteer de integrale kosten van het pensioenbeheer in euro per deelnemer;
- Rapporteer de integrale kosten van het vermogensbeheer in procenten van het gemiddeld belegd vermogen;
- Rapporteer separaat (eventueel geschatte) transactiekosten in procenten van het gemiddeld belegd vermogen.

Pensioenfondsen hebben ook kosten die niet direct toerekenbaar zijn aan het pensioen- of vermogensbeheer. Hierbij valt te denken aan algemene kosten en kosten voor bestuur en toezicht. Ten opzichte van de totale omvang van de kosten zijn deze kosten van ondergeschikt belang.

We veronderstellen dat deze kosten toegerekend zijn aan de pensioenbeheer- en vermogensbeheerkosten en deze worden in dit onderzoek niet afzonderlijk beoordeeld.

De Pensioenfederatie heeft als doelstelling voor boekjaar 2011 dat de pensioenfondsen die overeenkomstig de Aanbevelingen de pensioenbeheerkosten in euro per deelnemer rapporteren in het jaarverslag 2011, 80% van het totaalvermogen van Nederlandse pensioenfondsen vertegenwoordigen. Voor vermogensbeheerkosten en transactiekosten bedraagt deze doelstelling respectievelijk 65% en 25%. De reden voor deze percentages is dat 2011 wordt gezien als een startjaar, waarbij gegevens gerapporteerd moeten worden die voordien niet door alle pensioenfondsen structureel werden geadministreerd. Dit speelt maar beperkt voor pensioenbeheerkosten, wel voor vermogensbeheerkosten en nog meer voor transactiekosten.

Uit een eerdere enquête van Zondervan en Roering Warmolts (2009) blijkt dat kennis over de kosten en baten van het pensioensysteem zeer beperkt is. Laning (2005) stelt dat de informatiebehoefte van belanghebbenden verder gaat dan alleen te worden geïnformeerd over het bedrag of percentage aan uitvoeringskosten. Om een zelfstandig oordeel te vormen over de uitvoeringskosten is het ook van belang inzage te hebben in de determinanten die de hoogte van de uitvoeringskosten bepalen.

Belangrijk bij de *verantwoordingsfunctie* van een jaarverslag en jaarrekening is het onderscheid tussen voor het verantwoordelijk bestuur beïnvloedbare en niet-beïnvloedbare determinanten. Zo is het totaal aantal deelnemers van een pensioenfonds niet beïnvloedbaar door een bestuur van een pensioenfonds, omdat dit afhankelijk is van de omvang van de aangesloten onderneming(en) en autonome ontwikkelingen in het deelnemersbestand. Zodoende kan het (bestuur van het) pensioenfonds niet 'afgerekend' worden op bijvoorbeeld het kostenniveau dat hier het gevolg van is. Daarentegen is bijvoorbeeld de keuze voor actief of passief beheer van de beleggingsportefeuille een directe beleidskeuze van het bestuur, zodat zij verantwoording moet afleggen over de hieruit voortvloeiende kosten.

Vanuit de *informatiefunctie* van een jaarverslag en jaarrekening gaat het om de componenten waaruit de uitvoeringskosten bestaan, de factoren (nu en in de toekomst) die van invloed zijn op de hoogte van deze kosten en de beleidsvrijheid die het bestuur heeft, met name in een situatie van uitbesteding van de activiteiten aan een pensioenuitvoeringsorganisatie en (fiduciair) vermogensbeheerder(s).

Pensioenbeheerkosten

De Pensioenfederatie (2011) stelt in de Aanbevelingen dat de kosten per deelnemer van het pensioenbeheer afhankelijk zijn van de volgende determinanten: het type pensioenfonds, het soort pensioenregeling, het uitvoeringsmodel,

de complexiteit van de pensioenregeling, het serviceniveau en de schaalgrootte (aantal deelnemers). Zo blijkt dat de gemiddelde pensioenbeheerkosten per deelnemer bij een BPF lager zijn dan bij een OPF of een BPR. Dit wordt voornamelijk verklaard door het verschil in omvang van het aantal deelnemers en gepensioneerden. Hoe groter het aantal deelnemers, des te lager gemiddeld de kosten per deelnemer zijn. Echter, de AFM (2011) heeft in haar rapport ook aan de orde gesteld dat de uitvoeringskosten van pensioenfondsen van gelijke omvang sterk verschillen. Dit wordt veroorzaakt door het verschil in complexiteit van de pensioenregeling en het ongelijke serviceniveau van pensioenfondsen (zie ook Koeleman en De Swart, 2007; Bikker et al., 2010).

De aard van de pensioenregeling kan gevolgen hebben voor de hoogte van de kosten van pensioenbeheer. Een toegezegde-bijdragerregeling (defined contribution, DC²) is over het algemeen goedkoper in de uitvoering dan een toegezegd-pensioenregeling (defined benefit, DB-regeling). Uit onderzoek van Koeleman en Stam (2009) voor Nederland en Bateman en Mitchell, (2004) voor Australië blijkt dat de gemiddelde pensioenbeheerkosten hoger zijn voor een DB-regeling dan een DC-regeling. Als echter de pensioenbeheerkosten worden uitgedrukt in het balanstotaal blijkt dat de pensioenbeheerkosten van een DB-regeling lager zijn dan DC-regelingen. Deze tegenstelling is te verklaren doordat de meeste DC-regelingen nog maar een beperkt pensioenvermogen hebben (Bikker en De Dreu, 2006).

Voor het pensioenbeheer zijn er als uitvoeringsmodellen te noemen: zelfadministrerend, uitbesteed aan een pensioenuitvoerder, uitgevoerd door de onderneming of herverzekerd. Door middel van uitbesteding kunnen pensioenfondsen profiteren van schaalvoordelen en externe deskundigheid. Ook door herverzekeren wordt het voor kleinere pensioenfondsen mogelijk om de kosten te reduceren (Koeleman en Stam, 2009). Uit onderzoek van Bikker en De Dreu (2006) is echter gebleken dat de kosten van pensioenbeheer toenemen indien de administratie wordt uitbesteed. Deze hogere kosten worden verklaard door de grotere volledigheid van de kosten van pensioenbeheer die zichtbaar worden bij uitbesteding, dit in tegenstelling tot mogelijke verborgen kosten bij een ander uitvoeringsmodel. Herverzekeren lijkt tot lagere pensioenbeheerkosten te leiden. Als echter naar de samenstelling van de premie van een herverzekerde regeling wordt gekeken, dan blijkt dat deze slechts een deel van de pensioenbeheerkosten bevat. Een directe conclusie over de efficiëntie van herverzekeren kan dan ook niet worden getrokken (Bikker en De Dreu, 2006).

Pensioenregelingen worden ontwikkeld door sociale partners. In de loop van de jaren zijn deze pensioenregelingen steeds complexer geworden door het streven naar een zo aantrekkelijk mogelijk arbeidsvoorwaardenpakket voor werknemers binnen de alsmar wijzigende kaders van de

Pensioenwet en de fiscus. De regelingen dekken momenteel meer dan alleen de oudedagvoorziening, denk bijvoorbeeld aan het nabestaanden-, wezen- en arbeidsongeschiktheidspensioen. Daarnaast neemt de flexibiliteit van de regelingen toe, bijvoorbeeld door de mogelijkheid van het vervroegen of uitstellen van de pensioeningangsdatum of het uitruilen van het partnerpensioen voor een hoger ouderdomspensioen. De flexibiliteit en de keuzemogelijkheden maken pensioenregelingen complex met als gevolg dat de pensioenbeheerkosten stijgen (Koeleman en De Swart, 2007). Om deze complexiteit tot uitdrukking te laten komen en vergelijkbaar te maken heeft het benchmarkinstituut CEM een complexiteitsscore ontwikkeld, bepaald door vijftien determinanten, bijvoorbeeld het behoud van overgangsrechten, de voorwaardelijkheid van toeslagverlening, bijstortverplichtingen van de werkgever en de flexibiliteit bij scheiding.

De kwaliteit van de dienstverlening hangt af van het serviceniveau dat het bestuur wenst na te streven. Ook voor het serviceniveau heeft CEM een score ontwikkeld, bepaald door twaalf componenten, bijvoorbeeld de aandacht voor pensioencommunicatie, de snelheid van het verwerken van mutaties en de capaciteit van de servicedesk. Zowel de complexiteitsscore als de servicescore hebben een significant positief verband met hogere pensioenbeheerkosten per deelnemer (Bikker et al., 2010).

Vermogensbeheerkosten en transactiekosten

De vermogensbeheerkosten zijn een afgeleide van het risico en rendement. Daarom dienen deze kosten niet separaat op omvang te worden beoordeeld. De besturen van pensioenfondsen hebben de taak om het beleggingsbeleid in te richten naar actuele en realistische risico- en rendementsverwachtingen (Frijns et al., 2010). In voorgaande jaren deden pensioenfondsen conform RJ610 alleen verslag over de directe vermogensbeheerkosten. De verborgen kosten die in beleggingsfondsen aanwezig zijn waren niet transparant. De daadwerkelijke kosten van het vermogensbeheer zijn volgens de AFM (2011) bij indirecte beleggingen twee tot drie keer hoger dan gerapporteerd.

Als hulpmiddel voor de toepassing in de praktijk heeft de Pensioenfederatie de Nadere uitwerking kosten vermogensbeheer gepubliceerd (2012). De Pensioenfederatie (2011) stelt dat de vermogensbeheerkosten worden bepaald door de volgende determinanten: de samenstelling van de beleggingsmix, de verhoudingen van het actief versus passief beheer en intern versus extern beheer van de beleggingsportefeuille, de directe en indirecte beleggingen in de beleggingsportefeuille en de omvang van het belegd vermogen.

De vermogensbeheerkosten stijgen naarmate de complexiteit van het soort beleggingsproduct toeneemt. Over het algemeen geldt dat voor vastrentende waarden de laagste kosten worden berekend, gevolgd door aandelen, vastgoed en als duurste de alternatieve beleggingen (private equity,

hedgefonds etc.). Door te beleggen in verschillende beleggingscategorieën wordt het beleggingsrisico gespreid. De beleggingsmix dient met acceptabele risico's bij te dragen aan het behalen van zo hoog mogelijke rendementen om de pensioenaanspraken en pensioenuitkeringen met prijsinflatie mee te laten stijgen. De samenstelling van de beleggingsmix is in de loop der jaren gewijzigd. Waar voorheen het accent lag op vastrentende waarden hebben voornamelijk aandelen een relatief grotere positie ingenomen in de portefeuille, dit om enige compensatie te bieden voor teruglopende rendementen op vastrentende waarden (Frijns et al., 2010). Tevens hebben 'dure' alternatieve beleggingen (private equity en hedgefonds) aan gewicht gewonnen in de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen (Frijns et al., 2010).

De beleggingsportefeuille van een pensioenfonds bestaat veelal uit de combinatie van actief en passief beheer. Onder actief beheer wordt verstaan dat een fondsmanager een beleggingsportefeuille samenstelt die afwijkt van de index om *outperformance* te realiseren. Van *outperformance* is sprake indien een fondsmanager een hoger rendement realiseert via actief beheer dan indien de index wordt gevolgd. Passief beheer is het volgen van de index. Hierdoor wijken de rendementen van actief beheer af van de index.³ Dit kan in positieve maar ook in negatieve zin zijn (Malkiel, 1995). Positieve rendementen hangen sterk af van de vaardigheid van de fondsmanager (Avramov en Wermers, 2005; Kahn en Rudd, 1995). Volgens onderzoek van Bauer et al. (2010) zijn de kosten van actief beheer gemiddeld 0,19% hoger dan van passief beheer. De portefeuilles van de Nederlandse bedrijfstakpensioenfondsen worden voor ruim 80% actief en minder dan 20% passief beheerd (CEM, 2009 en 2010).

De keuze voor intern of extern beheer wordt vaak bepaald door de aanwezige deskundigheid en mogelijkheden om schaalvoordelen te realiseren. Pensioenfondsen kunnen de beleggingen in eigen beheer uitvoeren. Het alternatief is om het vermogen extern te laten beheren. Hierdoor profiteren pensioenfondsen van de aanwezige expertise in de complexere producten en technieken (Frijns et al., 2010). De meeste pensioenfondsen maken gebruik van externe beheerders. Het aantal externe beheerders is afhankelijk van de beleggingsmix en het beleggingsbeleid van het pensioenfonds. De kosten van intern beheer zijn beduidend lager dan die van uitbesteding (Bauer et al., 2010). De Nederlandse bedrijfstakpensioenfondsen hebben van de beleggingsportefeuille 24% in eigen beheer en 76% uitbesteed (CEM, 2010).

Indien een pensioenfonds gebruik maakt van externe beheerders kan het zijn dat deze externe managers gebruik maken van onderliggende managers ('manager-of-managers' en, bij gebruik van beleggingsfondsen, 'fund-of-funds'). Fund-of-funds komen vaak voor bij investeringen in private equity, hedgefonds en vastgoedfondsen. Door deze extra laag ontstaat een extra kostencomponent, de kosten van de onderliggende managers worden vaak ver-

rekend in het nettorendement hetgeen het inzicht in de totale kosten bemoeilijkt. De Pensioenfederatie (2011) stelt dat het aannemelijk is dat de kosten hoger zijn bij indirect beleggen.

Schaalvoordelen treden op naarmate het vermogen van de beleggingsportefeuille stijgt. De omvang van de beleggingsportefeuille is medebepalend voor de inrichting van de beleggingsstrategie en de mate van risicospreiding. Bij het externe beheer ontstaan er door schaalgroottes mogelijkheden om te onderhandelen over de hoogte van de fee. Transactiekosten vloeien voort uit het vermogensbeheer en afhankelijk zijn van soortgelijke determinanten als de vermogensbeheerkosten. Schaalnadelen ontstaan bij het willen verhandelen van grote volumes. Hiervoor dient voldoende liquiditeit in de markt aanwezig te zijn. De transactiekosten moeten daarmee ook in het licht van de inrichtingskeuzes binnen het vermogensbeheer worden bezien. Uit de werking van de financiële markten, met name in vastrentende waarden en derivaten, vloeit voort dat transactiekosten in veel gevallen alleen geschat kunnen worden.

3 Populatie en resultaten van het empirisch onderzoek inclusief best practices

3.1 Opbouw populatie

We hebben de jaarverslagen 2011 van 158 (35%) pensioenfondsen onderzocht, gebaseerd op de database pensioenfund.info (die jaarverslagen verkrijgt uit het Handelsregister en uit rechtstreekse verstrekkingen) en de jaarverslagen beschikbaar op internet (websites van pensioenfondsen). Hierbij hebben wij als criterium genomen welke jaarverslagen over boekjaar 2011 uiterlijk op 11 juli 2012 (de in artikel 394 lid 1 BW₂ genoemde termijn van acht dagen voor openbaarmaking na vaststelling, gerekend vanaf de voor een pensioenfonds uiterlijke datum van vaststelling van de jaarcijfers over 2011 van 30 juni 2012) waren opgenomen in de database pensioenfund.info dan wel beschikbaar op datzelfde moment op de in deze database vermelde website van ieder pensioenfonds.⁴ Gezien de omvang van de populatie is niet gekozen voor een aselechte trekking van de jaarverslagen. Een minderheid van de Nederlandse pensioenfondsen (35%) is op deze wijze in het onderzoek betrokken. De reden is dat van de overige pensioenfondsen het jaarverslag niet op de genoemde datum beschikbaar was.⁵ Het gevolg kan zijn dat er een positieve bias aanwezig is in onze resultaten omdat te verwachten is dat pensioenfondsen die sneller publiceren zich ook beter aan de Aanbevelingen zullen houden. Bij onze selectie hebben wij wel in ogenschouw genomen dat we voldoende spreiding hebben over BPFs, OPFs en BRFs, en daarbinnen over grote, middelgrote en kleine pensioenfondsen, en over uitvoeringsorganisaties.⁶ Een spreiding over uitvoeringsorganisaties is van belang omdat uit Laning en Langendijk (2011) gebleken is dat deze organisaties veelal met een bepaald format werken voor

het jaarverslag (zie Appendix 1 voor een vermelding per pensioenfonds van haar uitvoeringsorganisatie).

Pensioenfondsen die in liquidatie zijn, zijn niet meegenomen omdat deze fondsen naar verwachting een andere insteek in de verantwoording zullen kiezen. Dit betrof 15 pensioenfondsen. De afwijking van het pensioenfonds zal daarin centraal staan in plaats van het in continuïteit beschrijven en beargumenteren van de uitvoeringskosten. Tevens is een multi-ondernemingspensioenfonds uitgezonderd, gezien de afwijkende opzet van het jaarverslag (verantwoording per afzonderlijke ring).

Omdat de Aanbevelingen van de Pensioenfederatie betrekking hebben op de jaarverslagen en niet op de jaarrekening hebben wij hoofdzakelijk de jaarverslagen van pensioenfondsen aan een onderzoek onderworpen. De informatie omtrent de beleggingsmix is echter ontleend aan de jaarrekening van pensioenfondsen. De Aanbevelingen over andere communicatie-uitingen van pensioenfondsen, zoals de website, pensioenopgaven, pensioenkranten en interne rapportages zijn buiten beschouwing gelaten.

Teneinde de objectiviteit en de nauwkeurigheid van de beoordeling van de jaarverslagen te vergroten zijn alle jaarverslagen door twee personen beoordeeld. Verschillen zijn vervolgens besproken.

In tabellen 1 en 2 wordt de onderzochte populatie weergegeven, in relatie tot het totale aantal pensioenfondsen in Nederland. In tabel 1 en 2 is het totaal aantal pensioenfondsen en de onderzochte populatie tevens uitgesplitst naar een belangrijke en objectieve groottemaatstaf in deze bedrijfstak: de technische voorziening, zijnde de waarde van de opgebouwde pensioenaanspraken. In de door de toezichthouder DNB gepubliceerde statistiek wordt deze maatstaf gehanteerd voor de indeling van pensioenfondsen naar grootte. De bedragen van de technische voorziening zijn in miljarden euro's. Geaggregeerde gegevens over 2011 waren nog niet beschikbaar ten tijde van het schrijven van dit onderzoek, zodat hier gebruik is gemaakt van gegevens over 2010. Het onderzoek is verder uitgevoerd over boekjaar 2011.

Qua aantal pensioenfondsen is 35% in totaliteit onderzocht. Uitgedrukt in de grootte van de technische voorziening wordt in totaliteit van 76% van de OPFs gedekt en 89% van de BPFs gedekt. Bij de BPF wordt dit met name veroorzaakt door zeer grote BPFs als het ABP en Zorg en Welzijn die in onze populatie zijn opgenomen. Het aantal OPFs is relatief qua aantal ondervertegenwoordigd in de onderzochte populatie (31%) maar is qua relatieve omvang van de technische voorziening wel van behoorlijk belang (76%).

Uit tabel 2 blijkt een zekere oververtegenwoordiging van middelgrote en grote pensioenfondsen. Hierdoor is voor betrokkenen van deze pensioenfondsen het resultaat van dit onderzoek het meest relevant. Het totaal belegd ver-

Tabel 1 Pensioenfondsen naar categorie (OPF, BPF en BRF).

Pensioenfondsen naar categorie	Totaal aantal fondsen (n)	Onderzochte populatie (n)	Percentage (%)	Totale omvang technische voorziening 2010 van alle pensioenfondsen (miljarden Euro)	Totale omvang technische voorziening 2010 van de onderzochte populatie (miljarden Euro)	Percentage (%)
Ondernemingspensioenfonds (OPF)	360	113	31%	186	142	76%
Bedrijfstakpensioenfonds (BPF)	82	39	48%	516	461	89%
Beroeps pensioenfonds (BRF)	12	6	50%	17	9	50%
Totaal	454	158	35%	720	611	85%

Tabel 2 Pensioenfondsen naar vijf grootteklassen uitgedrukt in hoogte technische voorziening in miljoen (mln) Euro

Klassegrootte technische voorziening	Totaal aantal fondsen (n)	Onderzochte populatie (n)	Percentage (%)	Totale omvang technische voorziening 2010 van alle pensioenfondsen (miljarden Euro)	Totale omvang technische voorziening 2010 van de onderzochte populatie (miljarden Euro)	Percentage (%)
Kleiner dan 10 mln	54	-	0%	0,1	-	0%
Van 10 mln tot 100 mln	131	27	21%	7	2	26%
Van 100 mln tot 1.000 mln	203	85	42%	69	34	49%
Van 1.000 tot 5.000 mln	50	34	68%	123	88	72%
Groter dan 5.000 mln	16	12	75%	520	488	94%
Totaal	454	158	35%	720	611	85%

mogen ultimo 2011 van de onderzochte pensioenfondsen bedraagt 722 miljard, voor alle Nederlandse pensioenfondsen samen is dit volgens DNB 806 miljard.

Ten opzichte van het onderzoek van Laning en Langendijk (2011) over boekjaar 2010 zien we een significante versnelling van de publicatie van de jaarverslagen van pensioenfondsen, waardoor we twee keer zoveel jaarverslagen in dit onderzoek mee hebben kunnen nemen omdat deze jaarverslagen voor 11 juli 2012 gedeponneerd zijn.

3.2 Resultaten empirisch onderzoek inclusief best practices

De Aanbevelingen van de Pensioenfederatie voorzien in een 'Comply or Explain'-bepaling. 45 pensioenfondsen (29%) geven aan de Aanbevelingen volledig na te volgen (Comply). 72 pensioenfondsen (46%) geven aan dat zij de Aanbevelingen deels navolgen en verklaren dit nader (Comply or Explain). 5 pensioenfondsen (3%) geven aan de Aanbevelingen (nog) niet te volgen en verklaren dit (Explain). 33 pensioenfondsen (21%) geven geen enkele informatie hieromtrent. BPFs volgen de Aanbevelingen vaker volledig dan OPFs (20, 51% ten opzichte van 22, 20%).

Wij geven hierna per soort uitvoeringskosten (pensioenbeheerkosten, vermogensbeheerkosten en afzonderlijk transactiekosten) en van de uitvoeringskosten in totaliteit voorbeelden van best practices in deze paragraaf.

Een best practice van een totaaloverzicht van de uitvoeringskosten is opgenomen in figuur 1, geselecteerd omwille van de overzichtelijkheid en de transparantie over vijf jaar van de pensioenbeheerkosten en vermogensbeheerkosten.

3.2.1 Transparantie over pensioenbeheerkosten

De mate van informatieverschaffing over de pensioenbeheerkosten in het jaarverslag is weergegeven in tabel 3. Uit tabel 3 blijkt dat van de onderzochte populatie 104 pensioenfondsen (66%) in hun jaarverslag de pensioenbeheerkosten per deelnemer presenteren. De overgrote meerderheid van de fondsen gebruikt conform de Aanbevelingen als aantal deelnemers de som van de actieve deelnemers en gepensioneerden. Een kleine minderheid van drie BPFs (10%) en zes OPFs (9%) gebruikt een afwijkende definitie voor deelnemer, namelijk het begrip normdeelnemer.⁷ BPRs zijn wel consistent in het hanteren van de definitie deelnemer conform de Aanbevelingen. Twee BPFs (6%) en vijf OPFs (7%) bevestigen expliciet dat de

Figuur 1 Stichting Pensioenfonds PostNL, Jaarverslag 2011, p. 59

	2011	2010	2009	2008	2007
Pensioenbeheerkosten (in euro per deelnemer)	€ 130	€ 130	€ 128	€ 123	€ 119
Vermogensbeheerkosten (als percentage van het gemiddeld belegd vermogen)	0,41%	0,48%	0,51%	0,62%	0,56%
Transactiekosten (als percentage van het gemiddeld belegd vermogen)	0,06%				

kosten niet volledig zijn. Tevens zijn er twee BPFs (6%) en één OPF (2%) die de kosten per deelnemer wel presenteren maar daar verder geen toelichting bij opnemen.

Een beperkt aantal fondsen (drie BPFs (8%) en zeven OPFs (6%)) presenteert de pensioenbeheerkosten op een andere wijze in het jaarverslag, veelal als totaalbedrag of een andere ratio. 44 pensioenfondsen (28%), met name OPFs, gaan niet nader in op de pensioenbeheerkosten in het jaarverslag.

Met betrekking tot de determinanten van de pensioenbeheerkosten constateren we geen verschillen in de informatieverschaffing over het type pensioenfonds, type pensioenregeling, uitvoeringsmodel en schaalgrootte (aantal deelnemers) tussen de verschillende typen pensioenfondsen. Geen van de pensioenfondsen drukt de complexiteit van de pensioenregeling uit, bijvoorbeeld in de CEM-score. Het serviceniveau wordt maar door drie BPFs (8%) gepresenteerd, in alle gevallen betreft het de CEM-score.

Op basis van tabel 3 is te concluderen dat de mate van verantwoording over de pensioenbeheerkosten bij BPFs en BPRs hoger ligt dan bij OPFs. Niet alle pensioenfondsen conformeren zich nog aan het begrip deelnemer zoals door de Pensioenfederatie (2011) is gedefinieerd. Tevens zijn er enkele pensioenfondsen die deze kosten niet voorzien van een toelichting. De mate van verantwoording over de determinanten is gelijk met uitzondering van serviceniveau, hetgeen alleen door drie BPFs (2%) wordt opgenomen in hun jaarverslag. Pensioenfondsen leggen geen

verantwoording af over de complexiteit van de regeling en sporadisch over het serviceniveau. Door het ontbreken van de informatie over deze twee determinanten is het voor de belanghebbenden nog niet mogelijk om de kosten (volledig) in perspectief te zien.

De 104 pensioenfondsen die de pensioenbeheerkosten in het jaarverslag rapporteren in euro per deelnemer presenteren een totaal belegd vermogen van 614 miljard, dit is 85% van de onderzochte populatie en 76% van alle Nederlandse pensioenfondsen. Daarmee is de doelstelling van de Pensioenfederatie van 80% binnen de onderzoekspopulatie gehaald, en is het zeer aannemelijk dat de doelstelling voor de gehele sector zal worden behaald door de later gepubliceerde jaarverslagen over boekjaar 2011.

Een voorbeeld van een toelichting omtrent de pensioenbeheerkosten per deelnemer in euro's wordt weergegeven in figuur 2.

In figuur 3 wordt een voorbeeld gegeven van een rapportage over het serviceniveau: het toont het relatieve serviceniveau van het Pensioenfonds ABP ten opzichte van de Nederlandse en internationale pensioenfondsen die participeren in CEM. Met deze score kunnen kosten ter verbetering van het serviceniveau gerechtvaardigd worden.

3.2.2 Transparantie over de vermogensbeheerkosten

De mate van informatieverschaffing over het percentage aan vermogensbeheerkosten staat in tabel 4. Hieruit blijkt dat 103 pensioenfondsen (65%) in hun jaarverslag het per-

Tabel 3 Mate van transparantie omtrent de pensioenbeheerkosten en de mate van verantwoording omtrent de determinanten van de pensioenbeheerkosten

Mate van verantwoording omtrent de pensioenbeheerkosten	BPF		OPF		BPR		Totaal	
Presentatie pensioenbeheerkosten in Euro per deelnemer	31	79%	68	60%	5	83%	104	66%
Waarvan:								
Toepassing juiste definitie deelnemer	28	90%	62	91%	5	100%	95	91%
Compleetheid van de kosten	29	94%	63	93%	5	100%	97	93%
Toelichting van de kosten	29	94%	67	99%	5	100%	101	97%
Presentatie pensioenbeheerkosten op andere wijze	3	8%	7	6%	-	0%	10	6%
Geen vermelding	5	13%	38	34%	1	17%	44	28%
Mate van verantwoording omtrent de determinanten:								
Type pensioenfonds	39	100%	113	100%	6	100%	158	100%
Type pensioenregeling	39	100%	113	100%	6	100%	158	100%
Uitvoeringsmodel	39	100%	113	100%	6	100%	158	100%
Complexiteit van de regeling	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Serviceniveau	3	8%	-	0%	-	0%	3	2%
Schaalgrootte (aantal deelnemers)	39	100%	113	100%	6	100%	158	100%
Omvang populatie (n = 158)	39		113		6		158	

centage aan vermogensbeheerkosten presenteren. Voornamelijk BPRs (zes; 100%) gevolgd door BPFs (32; 82%) geven opvolging aan deze aanbeveling van de Pensioenfederatie (2011). Expliciete bevestigingen over de compleetheid van de kosten worden vaker gegeven door BPFs dan door OPFs en BPRs: 83 pensioenfondsen (81%) geven aan dat het gepresenteerde percentage aan vermogensbeheerkosten compleet is. Tevens is te constateren dat van acht BPFs (25%) en twee BPRs (33%) het percentage aan vermogensbeheerkosten (deels) uit schattingen bestaat. Voor OPFs ligt dit percentage schattingen hoger. 24 OPFs (37%) hebben een percentage gepresenteerd dat (deels) uit schattingen bestaat. De mate van toelichting van het gepresenteerde percentage verschilt nauwelijks tussen de type pensioenfondsen: 98 pensioenfondsen (95%) geven een toelichting en/of specificatie.

Een beperkt aantal OPFs (zeven; 6%) presenteert de vermogensbeheerkosten op een andere wijze in het jaarverslag, veelal als totaalbedrag. 48 pensioenfondsen (30%), met name OPFs, gaan niet nader in op de vermogensbeheerkosten in het jaarverslag.

Van de 110 pensioenfondsen (69%) die ingaan op vermogensbeheerkosten, geeft één fonds (een OPF) aan dat er geen *performancefee* is opgenomen in de kosten, geven elf fondsen (10%) (vijf BPFs, vijf OPFs en een BPR) aan dat *performancefee* opgenomen is in de kosten zonder dit te kwantificeren en geven 22 fondsen (20%) (13 BPFs, acht OPFs en één BPR) aan dat de *performancefee* opgenomen is in de kosten en kwantificeren dit ook. De overige 76 fondsen (69%) (14 BPFs, 58 OPFs, vier BPRs) geven geen indicatie over de *performancefee*.

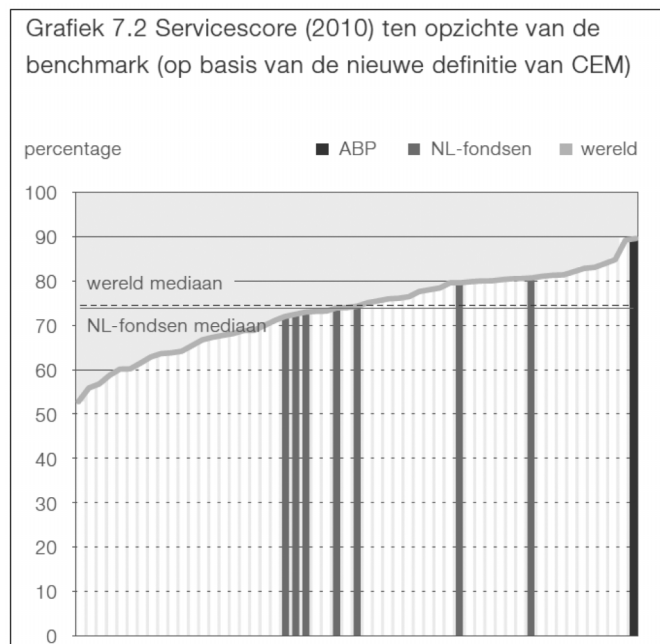
De Aanbevelingen geven ook aan dat de vermogensbeheerkosten bezien moeten worden in relatie tot de beleggingsmix, benchmarkkosten⁸ en rendement. Dit wordt nog maar zeer beperkt gedaan is onze waarneming: 19 fondsen (17%) (12 BPFs en zeven OPFs) leggen de relatie tussen kosten en beleggingsmix, vier fondsen (4%) (drie BPFs en een OPF) leggen de relatie met het rendement, één BPF legt de relatie met de beleggingsmix en het rendement, één BPF legt de relatie met benchmarkkosten en het rendement en één BPF legt de relatie met de beleggingsmix, de benchmarkkosten en het rendement. Deze toelichtingen zijn vrijwel zonder uitzondering kwalitatief van aard. De overige 84 fondsen (76%) (14 BPFs, 64 OPFs, zes BPRs) geven geen van deze toelichtingen.

Met betrekking tot de determinanten van de vermogensbeheerkosten constateren we geen verschillen in de informatieverschaffing over de samenstelling van de beleggingsmix en de omvang van het belegd vermogen. Dit zijn verplichte onderdelen uit de jaarrekening. 75 pensioenfondsen (47%) verschaffen duidelijkheid over de verdeling van de directe en indirecte beleggingen. Deze duidelijkheid verschilt niet veel tussen de type pensioenfondsen. Zeven BPFs (18%) en 20 OPFs (18%) geven helderheid over de mate waarin de beleggingsportefeuille actief of

Figuur 2 Stichting Pensioenfonds Wonen, Jaarverslag 2011, pp. 31, 32



Figuur 3 ABP, Jaarverslag 2011, p. 87



passief wordt beheerd. Het percentage daalt verder waar het gaat over de verantwoording over het interne en externe beheer van de beleggingsportefeuille: vier BPFs (10%) en zes OPFs (5%) zijn hier duidelijk over. BPRs leggen over beide determinanten geen verantwoording af.

Op basis van tabel 4 is te concluderen dat de mate van verantwoording over het percentage van de vermogensbeheerkosten voor BPFs en BPRs hoog is. OPFs blijven bij de opvolging van deze aanbeveling beduidend achter. De mate van verantwoording over de determinanten is ruwweg gelijk over de typen pensioenfondsen. De verantwoording over het actieve en passieve beheer respectievelijk het

Tabel 4 Mate van transparantie omtrent de vermogensbeheerkosten en de mate van verantwoording omtrent de determinanten van de vermogensbeheerkosten

Mate van verantwoording omtrent de vermogensbeheerkosten	BPF		OPF		BPR		Totaal	
Presentatie vermogensbeheerkosten als percentage van het vermogen	32	82%	65	58%	6	100%	103	65%
Waarvan:								
Compleetheid van de kosten	30	94%	49	75%	4	67%	83	81%
Kosten niet geschat	24	75%	41	63%	4	67%	69	67%
Toelichting van de kosten	31	97%	62	95%	5	83%	98	95%
Presentatie vermogensbeheerkosten op andere wijze	-	0%	7	6%	-	0%	7	4%
Geen vermelding	7	18%	41	36%	-	0%	48	30%
Mate van verantwoording omtrent de determinanten:								
Actief/passief beheer	7	18%	20	18%	-	0%	27	17%
Intern/extern beheer	4	10%	6	5%	-	0%	10	6%
Direct/indirect beleggen	21	54%	50	44%	4	67%	75	47%
Beleggingsmix	39	100%	113	100%	6	100%	158	100%
Omvang belegd vermogen	39	100%	113	100%	6	100%	158	100%
Omvang populatie (n = 158)	39		113		6		158	

interne en externe beheer van de beleggingsportefeuille is vaak nog niet aanwezig. Tevens worden de kosten nog maar zeer beperkt in relatie gebracht tot de beleggingsmix, benchmarkkosten en het rendement. Hierdoor is het voor belanghebbenden nog niet goed mogelijk om de vermogensbeheerkosten volledig in perspectief te zien van de bepalende determinanten.

De 103 pensioenfondsen die de vermogensbeheerkosten in het jaarverslag rapporteren als percentage van het vermogen representeren een totaal belegd vermogen van 654 miljard, dit is 91% van de onderzochte populatie en 81% van alle Nederlandse pensioenfondsen. Daarmee is de doelstelling van de Pensioenfederatie van 65% gehaald.

Een voorbeeld van uitgebreide specificatie van de kosten van vermogensbeheer is opgenomen in figuur 4.

3.2.3 Transparantie over de transactiekosten

Zoals de Pensioenfederatie (2011 en 2012) schrijft, is transparantie van transactiekosten nieuw, omdat vanuit accountingrichtlijnen (onder andere RJ610) transactiekosten worden gezien als onderdeel van de prijs waarvoor activa worden gekocht c.q. verkocht, en daarmee niet als kosten worden gerubriceerd. De mate van informatieverschaffing omtrent de transactiekosten van het vermogensbeheer staat in tabel 5. Omdat voor transactiekosten dezelfde determinanten relevant zijn als voor de vermogensbeheerkosten, worden deze hier niet meer herhaald.

Uit tabel 5 blijkt dat 49 pensioenfondsen (31%) in hun jaarverslag transactiekosten als percentage van het gemid-

deld belegd vermogen presenteren. Voornamelijk BPFs (22: 56%) en BPRs (drie: 50%) geven opvolging aan deze aanbeveling van de Pensioenfederatie. 24 OPFs (21%) geven de gevraagde transparantie over de transactiekosten. Bevestiging van de compleetheid van het percentage aan transactiekosten in overeenstemming met de definitie volgens de Aanbevelingen verschilt per type pensioenfonds: alle BPRs die het percentage aan transactiekosten presenteren stellen dat dit compleet is, voor BPFs en OPFs gelden relatief lagere percentages (15: 68%) respectievelijk (13: 54%). Tevens blijkt uit de jaarverslagen dat de vermelde transactiekosten voornamelijk (deels) uit schattingen bestaan: 21 BPFs (95%) en 14 OPFs (58%), hetgeen logisch is gezien de werking van diverse financiële markten. Opmerkelijk is dan ook dat BPRs in staat zijn om deze kosten exact te bepalen. Indien BPRs de transactiekosten presenteren dan geven zij hier wel een toelichting bij. Eén BPF (5%) en twee OPFs (8%) geven de transactiekosten zonder nadere toelichting.

Een beperkt aantal OPFs (negen; 8%) en één BPF (3%) presenteert de transactiekosten op een andere wijze in het jaarverslag, veelal als totaalbedrag. 99 pensioenfondsen (63%) gaan niet nader in op de transactiekosten in het jaarverslag.

Op basis van tabel 5 is te concluderen dat de mate van verantwoording over transactiekosten voor BPFs en BPRs ongeveer gelijk is. OPFs blijven bij de opvolging van deze aanbeveling achter. Structureel zal blijven dat transactiekosten gedeeltelijk uit schattingen zullen bestaan.

De 49 pensioenfondsen die de transactiekosten in het jaarverslag rapporteren als percentage van het gemiddeld belegd vermogen representeren een totaal belegd vermogen van 549 miljard, dit is 76% van de onderzochte populatie en 68% van alle Nederlandse pensioenfondsen. Daarmee is de doelstelling van de Pensioenfederatie van 25% ruimschoots gehaald. Ongeveer een kwart rapporteert dit niet.

Een voorbeeld van de vermogensbeheerkosten inclusief transactiekosten is opgenomen in figuur 5.

4 Samenvatting, conclusie en aanbevelingen

De AFM (2011) geeft in haar rapport aan dat kosten van significante invloed kunnen zijn op de uiteindelijke hoogte van het pensioen, alsmede dat de in de jaarverslagen gerapporteerde kosten veelal niet volledig zijn. Om deze reden is het van belang dat pensioenfondsen verantwoording afleggen aan de deelnemers en de werkgever(s) over de uitvoeringskosten: er is immers een uitgestelde invloed op het besteedbaar inkomen van de deelnemers.

De Pensioenfederatie (2011) heeft Aanbevelingen geformuleerd voor de rapportage door pensioenfondsen over de uitvoeringskosten (gespecificeerd naar pensioenbeheerkosten, vermogensbeheerkosten en transactiekosten).

Ten behoeve van de bevordering van de transparantie en vergelijkbaarheid omtrent de uitvoeringskosten verwacht de Pensioenfederatie dat pensioenfondsen in hun jaarverslag 2011 de integrale kosten van het pensioenbeheer in euro per deelnemer, de integrale kosten van het vermogensbeheer in procenten van het gemiddeld belegd vermogen en separaat (eventueel geschatte) transactiekosten in procenten van het gemiddeld belegd vermogen vermelden.

De centrale vraag in deze bijdrage is dan ook: in welke mate leggen Nederlandse pensioenfondsen, al dan niet overeenkomstig de Aanbevelingen van de Pensioenfederatie, verantwoording af over het gevoerde beleid in hun jaarverslagen en jaarrekeningen over boekjaar 2011?

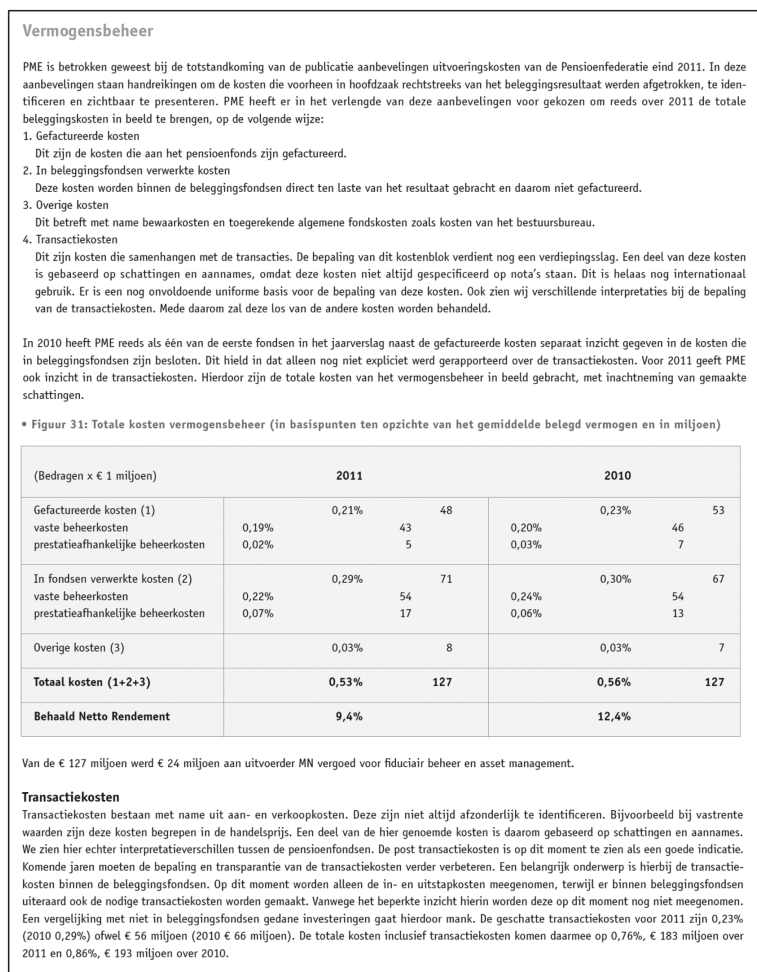
Figuur 4 Stichting Pensioenfonds Zorg en Welzijn, Jaarverslag 2011, p. 66

Vermogensbeheerkosten over 2011			
€ in mln	Vermogensbeheerkosten (excl. Performance-gerelateerd)	Performance-gerelateerde vergoedingen	Totaal
Zakelijke waarden	398	132	530
Aandelen	175	85	260
Liquide aandelen	28	4	32
Private equity	147	81	228
Vastgoed & infrastructuur	141	10	151
Beursgenoteerd vastgoed	5		5
Privaat vastgoed	94	6	100
Infrastructuur	27		27
Real assets	15	4	19
Hoogrentende obligaties	30	1	31
High Yield	5		5
Emerging markets debt hard currency	4		4
Emerging markets debt local currency	5		5
Emerging markets credit	2		2
Mezzanine	8	1	9
Structured credit	6		6
Aanvullende rendements-risicobronnen	52	36	88
Hedgefonds	31	30	61
Insurance	9		9
Quantitative Strategies	2		2
Overige beleggingen	10	6	16
Grondstoffen	4		4
Rente- en inflatierisico	17		17
Rente- en inflatiemandaat	13		13
Bedrijfsobligaties	3		3
Overige beleggingen	1		1
Kas	1		1
Vergoeding uitvoeringsorganisatie		19	19
Totale vermogensbeheerkosten	420	151	571
Waarvan opgenomen in de jaarrekening	43	26	69
Gemiddeld belegd vermogen			103.036
Kosten in %	0,40	0,15	0,55

Tabel 5 Mate van transparantie omtrent de transactiekosten

Mate van verantwoording omtrent de transactiekosten van vermogensbeheer	BPF		OPF		BPR		Totaal	
Presentatie vermogensbeheerkosten	22	56%	24	21%	3	50%	49	31%
Waarvan:								
Compleetheid van de kosten	15	68%	13	54%	3	100%	31	63%
Kosten niet geschat	1	5%	10	42%	0	0%	11	22%
Toelichting van de kosten	21	95%	22	92%	3	100%	46	94%
Presentatie vermogensbeheerkosten op andere wijze	1	3%	9	8%	-	0%	10	6%
Geen vermelding	16	41%	80	71%	3	50%	99	63%
Omvang populatie (n = 158)	39		113		6		158	

Figuur 5 Stichting Bedrijfstakpensioenfonds PME, Jaarverslag 2011, p. 58



De onderzoekspopulatie bestaat uit 158 jaarverslagen van pensioenfondsen die beschikbaar waren op 11 juli 2012 in de database pensionfund.info of op de website van het pensioenfonds. Hoewel dit een minderheid van 35% van de Nederlandse pensioenfondsen betreft, is dit wel een verdubbeling van het aantal ten opzichte van het onderzoek van Laning en Langendijk (2011) over boekjaar 2010. We kunnen concluderen dat de tijdigheid van publicatie is toegenomen, maar dat verdere verbetering nog mogelijk is.

De conclusie van het onderzoek is dat de pensioenbeheerkosten en de vermogensbeheerkosten door twee derde van de pensioenfondsen wordt gerapporteerd in overeenstemming met de Aanbevelingen. Hierbij is de naleving bij BPFs en BPRs circa 20 procentpunten groter dan bij OPFs. Transparantie over de determinanten van de pensioenbeheerkosten en vermogensbeheerkosten geeft een wisselend beeld: sommige determinanten als de schaalgrootte (deel-

nemers, vermogen), type fonds, type pensioenregeling, beleggingsmix worden door alle pensioenfondsen vermeld. Andere determinanten als de verhouding actief/passief, de verhouding direct/indirect, de verhouding intern/extern vermogensbeheer en het serviceniveau worden door een minderheid van de pensioenfondsen genoemd. De complexiteit van de pensioenregeling wordt door geen enkel fonds toegelicht. Tevens worden de vermogensbeheerkosten nog maar zeer beperkt in relatie gebracht tot de beleggingsmix, benchmarkkosten en het rendement. Hierdoor is het voor belanghebbenden niet goed mogelijk om de pensioenbeheerkosten en de vermogensbeheerkosten volledig in perspectief te zien van de bepalende determinanten.

Conform verwachting worden transactiekosten door een minderheid van 31% van de onderzochte pensioenfondsen gerapporteerd: circa de helft van de BPFs en BPRs en een op de vijf OPFs.

De Pensioenfederatie (2011) heeft als doelstelling voor boekjaar 2011 dat de pensioenfondsen die overeenkomstig de Aanbevelingen de pensioenbeheerkosten rapporteren in het jaarverslag 2011, 80% van het totaalvermogen van Nederlandse pensioenfondsen vertegenwoordigen. Voor vermogensbeheerkosten en transactiekosten bedraagt deze doelstelling respectievelijk 65% en 25%. In onze onderzoekspopulatie zijn deze percentages ruimschoots gehaald, en voor de sector als geheel zijn de laatste twee percentages met ons onderzoek ook gehaald. Het is aannemelijk dat de doelstelling voor de pensioenbeheerkosten voor de gehele sector ook behaald zal worden door de later gepubliceerde jaarverslagen.

De doelstellingen van de Pensioenfederatie voor de naleving van de Aanbevelingen zijn voor de komende jaren hoger dan voor 2011. Om deze doelstellingen en de achterliggende doelstelling van transparantie van en inzicht in de verschillende kostensoorten te bereiken, bevelen wij de pensioensector aan om met name de rapportage over de determinanten van de kosten te verbeteren, alsmede de toelichting bij de kosten. ■

Drs. A. Laning RA RC is hoofd Investment Accounting & Control bij TKP Investments en op freelance basis verbonden aan de Nyenrode Business School en de Stichting Pensioenopleidingen
Prof. Dr. H. P. A.J. Langendijk is hoogleraar Externe verslaggeving en voorzitter van het Centre for Financial Reporting & Tax aan de Nyenrode Business School en is tevens hoogleraar Externe verslaggeving aan de Universiteit van Amsterdam.
Drs. ing. R.F. Grobbe is beleidsadviseur bij het bestuursbureau van Bpf. Koopvaardij.
De auteurs danken de heren J. Hermsen (PGGM) en T. Wijfels (Pensioenfederatie) voor hun waardevolle bijdrage aan de totstandkoming van dit artikel.

Noten

- 1 Bron: <http://www.statistics.dnb.nl/financiele-instellingen/pensioenfondsen/toezichtgegevens-pensioenfondsen/index.jsp>.
- 2 Een defined contribution (DC) regeling (toegezegde-bijdrageregeling) is een pensioenregeling waarin de hoogte van het pensioen afhankelijk is van de tijdens de pensioenregeling beschikbaar gestelde premies en de over het totaal hiervan behaalde beleggingsopbrengsten. Het op die manier opgebouwde pensioenkapitaal wordt op de pensioendatum omgezet in een recht op periodieke pensioenuitkeringen. Een defined benefit (DB) regeling (toegezegde-pensioenregeling) is op hoofdlijnen een pensioenregeling waarbij de deelnemer een vastgestelde pensioenuitkering krijgt. Een werkgever zegt een recht op een bepaalde uitkering toe, en geen

- premie-inleg, zoals bij een toegezegde-bijdrageregeling.
- 3 Overigens leidt passief beheer structureel tot een negatieve afwijking van de index, doordat beheerkosten en transactiekosten worden gemaakt, doordat soms de index niet geheel gerepliceerd kan worden en door verschillen in terugvordering van bronbelastingen.
- 4 De database pensionfund.info bevat financiële gegevens over 387 Nederlandse pensioenfondsen, en van 203 pensioenfondsen het adres van de website. Medio 2012 stonden er 432 pensioenfondsen onder toezicht van DNB.
- 5 We hebben niet bij het Handelsregister vastgesteld of de ontbrekende jaarverslagen wellicht daar wel gedeponeerd zijn, zodat we geen oordeel over de naleving van de wettelijke publicatieplicht kunnen vellen.

- 6 Uitvoeringsorganisaties zijn organisaties die geheel of grotendeels activiteiten van pensioenfondsen uitvoeren, waaronder het voeren van de financiële administratie en het opstellen van jaarverslagen, veelal in combinatie met pensioenadministratie en/of vermogensbeheer. Bekende partijen zijn TKP, Syntrus Achmea, APG, PGGM, AZL, Mn Services en Blue Sky Group.
- 7 Normdeelnemers is het gewogen aantal deelnemers, waarbij de wegingsfactoren uitdrukking geven aan de verschillende kosten die een categorie deelnemers veroorzaakt.
- 8 Benchmarkkosten zijn de kosten van vermogensbeheer van vergelijkbare pensioenfondsen in termen van omvang vermogen, beleggingsmix en implementatiestijl.

Literatuur

- Autoriteit Financiële Markten (2011), *Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht*, Amsterdam: Autoriteit Financiële Markten.
- Avramov, D. en R. Wermers (2006), Investing in mutual Funds when returns are predictable, *Journal of Financial Economics*, vol. 81, pp. 339-377.
- Bateman, H. en O.S. Mitchell (2004), New evidence on pension plan design and administrative expenses: the Australian experience, *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 3, pp. 63-76.
- Bauer, R.M.M.J., K.J.M. Cremers en R.G.P. Frehen (2010), *Pension fund performance and costs: small is beautiful*, Maastricht: CEM.
- Bikker, J. en J. de Dreu (2006), Pension fund efficiency: the impact of scale, governance and plan design, *DNB Working Paper* nr. 109, Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- Bikker, J., O. Steenbeek en F. Torrachi (2010), *The impact of scale, service level and complexity on administration costs of pension funds: a cross-country comparison*, DNB Working Paper nr. 258, Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- CEM Benchmarking (2010), *Vereniging van Bedrijfstakfondsen – CEM benchmarking algemene rapportage*, Toronto: CEM.
- CEM Benchmarking, (2009), *Vereniging van Bedrijfstakfondsen – CEM benchmarking algemene Rapportage*, Toronto: CEM.
- De Nederlandsche Bank (2012), Toezichtgegevens Pensioenfondsen; zie <http://www.statistics.dnb.nl/index.cgi?lang=nl&todo=Pen2> (15 juni).
- Frijns, J.M.G., J.A. Nijssen en L.J.R. Scholtens (2010), *Pensioen: Ê»Onzekere zekerheid'*, een analyse van het beleggingsbeleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfondsen, Eindhoven.
- Kahn, R.N. en A. Rudd (1995), Does historical performance predict future performance? *Financial Analysts Journal*, vol. 51, pp. 43-52.
- Koeleman, W.J.J. en J.J.B. de Swart (2007), *Kosten en baten van ondernemingspensioenfondsen*, in opdracht van Stichting OPF, Amsterdam: PwC.
- Koeleman, W. en E. Stam (2009), Schaalgrootte telt, *Pensioen bestuur & management*, vol. 1, pp. 47-49.
- Laning, A. (2005), *Verslaggeving over pensioenuitvoeringskosten: toereikende verantwoording en informatie*, in: *Externe verslaggeving door pensioenfondsen*, Stichting Pensioenwetenschap, Den Haag, pp. 66-89.
- Laning, A. en H.P.A.J. Langendijk (2011), Pensioenfondsen: voldoende verantwoording in hun jaarverslag omtrent beleggingsbeleid, premiebeleid en toeslagbeleid?, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 85, pp. 678-691.
- Malkiel, B.G. (1995), Returns from investing in equity mutual funds 1971 to 1991, *Journal of Finance*, vol. 50, pp. 549-572.
- Pensioenfederatie (2011), *Aanbevelingen uitvoeringskosten*, Den Haag: Spinhex & Industrie.
- Pensioenfederatie (2012), *Aanbevelingen uitvoeringskosten nadere uitwerking kosten vermogensbeheer*, Den Haag: Spinhex & Industrie.
- Raad voor de Jaarverslaggeving (2010), *Richtlijnen voor de jaarverslaggeving voor grote en middelgrote rechtspersonen, jaareditie 2010*, Deventer: Kluwer.
- Zondervan, I. en R. Roering Warmolts (2009), *Kennis over kosten en opbrengsten van het pensioensysteem*, Onderzoeksrapportage in opdracht van Vereniging Bedrijfstakpensioenfondsen, Amsterdam: Motivaction.

Appendix 1 Onderzoekspopulatie (158 pensioenfondsen met vermelding type: BPF, OPF en BPR, alsmede naam uitvoeringsorganisatie)

Pensioenfonds (n=158)	Type	Uitvoeringsorganisatie
ABN AMRO	OPF	Intern
ABP	BPF	APG
ACF/Brocacef	OPF	Intern
AENA	BPR	PGGM
Agrarische en Voedselvoorzieningshandel	BPF	AGH
Ahold	OPF	Intern
Alcatel-Lucent	OPF	Blue Sky Group
Algemeen mijnwerkersfonds	BPF	AZL
APF	OPF	Syntrus Achmea
Arcadis Nederland	OPF	Intern
Astellas	OPF	AZL
AT&T	OPF	Intern
Aviko	OPF	Syntrus Achmea
AZL	OPF	AZL
BAT	OPF	Intern
Bavaria	OPF	Interpolis
Beambten Mijnbedrijf	BPF	AZL
Betonmortelindustrie	BPF	Cordares
Billiton International Metals	OPF	AON Hewit
Bitumineuze en Kunststof Dakbedekkingsbedrijven	BPF	Cordares
Boskalis	OPF	Intern
BP	OPF	Syntrus Achmea
Bouw	BPF	Cordares
Campina	OPF	Intern
Capgemini	OPF	AZL
Cargill	OPF	TKP
Consumentenbond	OPF	AODS
Cosun	OPF	Intern
CSM Nederland	OPF	Intern
CSM Suiker	OPF	Intern
Cultuur	BPF	PGGM
Deloitte	OPF	AEGON
Delta Lloyd	OPF	Intern
Deutsche Bank Nederland	OPF	Syntrus Achmea
DHV	OPF	Intern
Dierenartsen	BPR	Syntrus Achmea
DNB	OPF	TKP
DOW	OPF	AZL
Draka	OPF	Intern
Drankindustrie	BPF	AGH

Pensioenfonds (n=158)	Type	Uitvoeringsorganisatie
Dutch Space	OPF	Syntrus Achmea
E&Y	OPF	AEGON
ECI	OPF	Syntrus Achmea
Elsevier	OPF	Intern
Equens	OPF	A&O Pensioen Services
Eriks	OPF	AON Hewit
Fluke	OPF	Intern
Forbo	OPF	AZL
Ford Nederland	OPF	A&O Pensioen Services
Fresenius Nederland	OPF	Intern
FUT-fonds Astellas	OPF	AZL
GE Artesia Bank	OPF	Syntrus Achmea
General Electric Nederland	OPF	TKP
Getronics	OPF	TKP
Grafische bedrijven	BPF	Timeos
Groenten- en Fruitverwerkende industrie	BPF	Syntrus Achmea
Grontmij	OPF	Intern
Groothandel in Bloemen en Planten	BPF	AZL
HAL	OPF	Intern
Haskoning	OPF	NN
Heijmans	OPF	Syntrus Achmea
Heineken	OPF	Intern
Hewlett Packard	OPF	AON Hewitt
Holland casino	OPF	Intern
Honeywell	OPF	TKP
Hoogovens	OPF	Intern
Horeca & Catering	BPF	Intern
IBM Nederland	OPF	Intern
IFF	OPF	Intern
IKEA	OPF	Syntrus Achmea
ING	OPF	AZL
Jaarbeurs	OPF	FPAP
Jacobs	OPF	Syntrus Achmea
JohnsonDiversey	OPF	AZL
Kappersbedrijf	BPF	Syntrus Achmea
KAS Bank	OPF	Intern
KLM Algemeen	OPF	Blue Sky Group
KLM Cabinepersoneel	OPF	Blue Sky Group
KLM Vliegend personeel	OPF	Blue Sky Group
Koopvaardij	OPF	MN Services
KPN OPF	OPF	TKP
KPN PF	OPF	TKP
Kunststof- en Rubberindustrie	BPF	AEGON

Pensioenfonds (n=158)	Type	Uitvoeringsorganisatie
Mars	OPF	Lohoff & partners
Medewerkers apotheken	BPF	Intern
Medewerkers Notariaat	BPF	TKP
Media Groep Limburg	OPF	AEGON
Medische Specialisten	BPR	APG
Meneba	OPF	NN
Metaal en Techniek (PMT)	BPF	MN Services
Metalektro (PME)	BPF	MN Services
Metro	OPF	ACS
MN Services	OPF	MN Services
Monuta	OPF	A&O Pensioen Services
MSD	OPF	AZL
Nederlandse Bisdommen	OPF	AZL
Nederlandse Groothandel	BPF	NN
Nedlloyd	OPF	Intern
NIBC	OPF	AZL
Oce	OPF	Intern
Openbaar vervoer	BPF	SPF beheer
Openbare apothekers	BPR	AZL
Orsima	BPF	Syntrus Achmea
Ortec	OPF	Syntrus Achmea
Owase	OPF	Dion
PDN	OPF	Intern
Pharmachemie	OPF	AZL
Philips	OPF	Aon Hewitt
PNO Media	BPF	Media Pensioen Diensten
PostNL	OPF	TKP
Productschappen	OPF	Intern
Protector	OPF	Syntrus Achmea
Provisum	OPF	Syntrus Achmea
Rabobank	OPF	Syntrus Achmea
Randstad	OPF	Intern
RBS	OPF	Syntrus Achmea
Reisbranche	BPF	Syntrus Achmea
Ricoh	OPF	Syntrus Achmea
Robeco	OPF	Syntrus Achmea
SABIC	OPF	DSM Pension Services
SABIC-IP	OPF	TKP
Sagittarius	OPF	Intern
Sara Lee	OPF	TKP
SC Johnson	OPF	AODS
Schoenmakerij	BPF	Syntrus Achmea
Schoonmaak- en Glazenwassersbedrijf	BPF	Cordares
SdB	OPF	TKP

Pensioenfonds (n=158)	Type	Uitvoeringsorganisatie
Shell	OPF	Intern
Sigarenindustrie en aanverwante bedrijven	BPF	Syntrus Achmea
Slagersbedrijf	BPF	Syntrus Achmea
SNS	OPF	Intern
Spoorweg	BPF	SPF Beheer
Staples	OPF	Intern
Tandartsen en specialisten	BPR	AZL
Tandtechniek	BPF	Syntrus Achmea
Tate & Lyle Nederland	OPF	Crystal Marbles
Telegraaf	OPF	Intern
Textielverzorging	BPF	Achmea verzekeringen
Thales	OPF	Intern
TNO	OPF	Intern
TNT	OPF	TKP
TOTAL	OPF	Intern
Trespa	OPF	Delta Lloyd
Unilever	OPF	Progress
Unirobe Meeus Groep	OPF	Intern
UWV	OPF	TKP
Vereenigde Glasfabrieken	OPF	Syntrus Achmea
Verloskundigen	BPR	Syntrus Achmea
Waterbouw	BPF	SF Waterbouw
Werk en reïntegratie	BPF	Syntrus Achmea
Will Niemeijer	OPF	AZL
Wilton-Fijenoord	OPF	ACS
Wolters Kluwer	OPF	Intern
Wonen	BPF	Syntrus Achmea
XEROX	OPF	Intern
Zeevisserij	BPF	TKP
Zorg & Welzijn	BPF	PGGM
Zorgverzekeraars	BPF	Syntrus Achmea