

AFM-onderzoek naar jaarverslagen pensioenfondsen inzake kosten van vermogensbeheer en transactiekosten

Op naar een evenwichtige verantwoording over deze kosten in jaarverslagen van pensioenfondsen

Juli 2014





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

Voorwoord en verantwoording	3
1. Samenvatting	5
2. Bevindingen.....	7
3. Aanbevelingen.....	12
Bijlage 1: Populatie en deelwaarneming.....	14
Bijlage 2: Goede praktijken	16
Begrippenlijst.....	18

Voorwoord en verantwoording

Kosten van pensioenfondsen doen er toe

Kosten van pensioenfondsen zijn van grote maatschappelijke betekenis. In 2011 heeft de AFM het rapport “[Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht](#)” gepubliceerd¹. Hoofdconclusie was dat de impact van kosten op het pensioenvermogen groot is. Een structurele kostenverlaging van 0,1%-punt levert op termijn tot een circa 3%-punt hoger collectief pensioenvermogen op bij gelijkblijvend rendements- en risicoprofiel. Kosten doen er dus toe. De andere conclusie was dat er grote verschillen waren in kostenniveaus tussen pensioenfondsen, ook binnen dezelfde grootteklassen van pensioenfondsen. Ook kwam daarin naar voren dat de werkelijk kosten van vermogensbeheer¹ een factor twee tot drie hoger waren dan formeel gerapporteerd. Met name kleinere pensioenfondsen kregen onvoldoende zicht op de beleggingskosten omdat vermogensbeheerders kosten verrekenen in nettorendementen.

De AFM-publicatie uit 2011 heeft een maatschappelijke discussie en zelfregulering in gang gezet. Het is essentieel voor het vertrouwen dat pensioenfondsen aan hun publiek uitleggen waarom hun kostenniveau is zoals het is en laten zien dat zij de kosten beheersen. Het maatschappelijk belang van kostentransparantie blijkt nu mede uit de ‘[Witteveen novelle](#)’². Hierin staat dat pensioenfondsen onder andere de kosten in hun jaarverslag moeten presenteren.

Kostentransparantie in jaarverslagen

Gelet op dit maatschappelijke belang, heeft de AFM verkennend onderzoek gedaan naar de informatieve waarde van jaarverslagen van pensioenfondsen waar het gaat om de kosten van vermogensbeheer en transactiekosten. Centrale vragen zijn: hoe geven pensioenfondsen inzicht in deze kosten in hun jaarverslagen? Wat is er afgelopen jaren bereikt en wat zijn de verbeterpunten? Dit rapport is gebaseerd op:

- De publieke jaarverslagen van 52 pensioenfondsen over 2012. De 52 pensioenfondsen vormen een goede afspiegeling van de markt en vertegenwoordigen 72% van het gemiddeld belegd vermogen. Voor de toelichting over de geselecteerde deelpopulatie, zie bijlage 1;
- 20 verkennende gesprekken met relevante stakeholders: acht pensioenfondsen, twee pensioen-uitvoeringsorganisaties, vier accountantsorganisaties, de Pensioenfederatie, Dufas, NBA³ en drie consultancykantoren.

Dit onderzoek richt zich niet op de juistheid of volledigheid van de in het jaarverslag genoemde kosten. Ook doet dit onderzoek geen uitspraak over welke kostenniveau's verantwoord zijn. De AFM heeft niet gekeken naar kostentoelichtingen in andere uitingen, zoals interne kostenrapportages aan interne toezichthouders binnen het pensioenfonds.

¹ In dit rapport wordt gesproken over “kosten van vermogensbeheer”. Hieronder wordt verstaan, de beheerkosten en de prestatie gerelateerde vergoedingen, tenzij anders is vermeld.

² Kamerstuk 33 847 Wijziging van de Wet verlaging maximumopbouw- en premiepercentages pensioen en maximering pensioengevend inkomen en het Belastingplan 2014

³ Via een conference call.

Dit onderzoek is een vervolg op het eerder genoemde AFM rapport uit 2011 '[Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht](#)'. Daaropvolgend heeft de Pensioenfederatie in 2011 de '[Aanbevelingen Uitvoeringskosten](#)' gepubliceerd, in 2012 de nadere uitwerking kosten vermogensbeheer en in 2013 de '[Nadere uitwerking kosten vermogensbeheer herziene versie met aanvullingen](#)'. De Nederlandsche Bank (DNB) heeft over kosten van vermogensbeheer bij pensioenfondsen gepubliceerd [op 9 januari 2014 in DNBulletin](#), in haar [Nieuwsbericht van 9 januari 2014](#) en in haar [Nieuwsbericht van 7 mei 2014](#). Hoofdconclusie van DNB is dat pensioenfondsen nu in het algemeen beter inzicht hebben in de kosten van vermogensbeheer. DNB ziet wel nog ruimte voor verdere verbetering van de inzage in de kosten van bepaalde beleggingscategorieën. Het gaat in het bijzonder om de categorieën private equity en hedge funds. DNB vermoedt dat een aantal pensioenfondsen bij een fund-of-funds-structuur alleen de kosten van het paraplufonds rapporteert, en niet ook de kosten van de onderliggende fondsen.

De AFM heeft kostentransparantie ook in andere segmenten hoog op de agenda staan. Zo heeft de AFM voor de consumentenmarkt eind 2012 onderzoek gedaan naar de kosten van beleggingsdienstverlening. De AFM heeft in het verlengde van de aanbevelingen in het bijhorende rapport '[Onderzoek kosten van beleggingsdienstverlening](#)', een total cost of ownership (TCO) voorgesteld om inzicht te krijgen in de totale kosten van beleggingsdienstverlening en beleggingsproducten en om de kosten van verschillende diensten met elkaar te vergelijken in dat segment. In het [discussiedocument](#) licht de AFM toe wat zij hiermee voor ogen heeft. In 2013 en 2014 heeft de AFM in samenspraak met de markt de vergelijkende kostenmaatstaf (VKM) verder vorm gegeven. Voor alle duidelijkheid, de VKM heeft alleen betrekking op de consumentenmarkt.

Samenwerking tussen AFM en DNB

Naast de AFM doet ook DNB onderzoek naar de vermogensbeheerkosten van pensioenfondsen. Dit AFM-onderzoek is dan ook in afstemming met DNB uitgevoerd. DNB kijkt naar de vermogensbeheerkosten vanuit het oogpunt van een beheerste bedrijfsvoering. Hierbij bekijkt zij of het bestuur van een pensioenfonds zelf zicht heeft op de vermogensbeheerkosten en naar bevind handelt. De AFM bekijkt of pensioenfondsen in hun jaarverslag stakeholders adequaat informeren over deze kosten. De AFM heeft aandacht voor kosten vanuit de optiek van jaarverslaggeving, de communicatie met deelnemers en de rol van vermogensadviseurs en beheerders richting pensioenfonds zoals de geboden kostentransparantie richting pensioenfonds. Het onderwerp vermogensbeheerkosten blijft op de agenda staan van de AFM en DNB en waar opportuun zullen beide toezichthouders op dit punt ook nauw met elkaar samenwerken. De AFM zal in samenwerking met DNB op basis van de nieuwe DNB-Jaarstaten een vervolgonderzoek doen, dat gericht is op het niveau van de kosten, ook in relatie tot het rendement.

1. Samenvatting

Uit het AFM onderzoek blijkt dat de kosten van vermogensbeheer en transactiekosten bij pensioenfondsen veel meer aandacht krijgen dan in 2011, gelet op de zelfreguleringsinitiatieven, de betere kostenrapportages aan DNB en de bijna verdrievoudiging van de gerapporteerde vermogensbeheerkosten. Ook uit de jaarverslagen van pensioenfondsen blijkt dat er kostenbewuster wordt gehandeld. In bijlage 2 staan voorbeelden daarvan. Pensioenfondsen, Pensioenfederatie, vermogensbeheerders en Dufas hebben grote inspanningen geleverd om de kostentransparantie te verhogen. In de jaarverslagen staan nu de kosten van vermogensbeheer. Ook de accountant⁴ heeft een actieve bijdrage geleverd. Er blijft wel aandacht nodig voor de volledigheid van de kostenrapportages, gelet op de bevindingen van DNB (zie voorwoord). Uit het AFM onderzoek komt ook een aantal belangrijke verbeterpunten naar voren, namelijk:

1. ***Pensioenfondsen verklaren in hun jaarverslagen de kosten van vermogensbeheer en transactiekosten niet aan de hand van het rendements- en risicoprofiel van het pensioenfonds.*** In slechts één van de 52 onderzochte jaarverslagen worden de kosten uitgelegd in de context van rendement en risico.
2. ***De meeste pensioenfondsen verklaren de kosten van vermogensbeheer en de transactiekosten in hun jaarverslagen niet aan de hand van de samenstelling van de beleggingsmix en/of de mate van actief beheer.*** Vermogensbeheerkosten zijn sterk afhankelijk van de gekozen beleggingsmix en de mate van actief beheer. In twee derde van gevallen zijn deze kosten niet verklaard aan de hand van de beleggingsmix en bij vier van de vijf niet aan de hand van de mate van actief of passief beheer.
3. ***Meer dan de helft van de pensioenfondsen vermeldt in hun jaarverslag niet dat de kosten van vermogensbeheer zoals gepresenteerd in het bestuursverslag⁵ hoger zijn dan in de jaarrekening.*** Uit de beoordeelde jaarverslagen blijkt dat de vermelde kosten van vermogensbeheer in het bestuursverslag gemiddeld bijna een factor vier hoger zijn dan in de jaarrekening⁶.
4. ***In bijna twee derde van de jaarverslagen wordt niet uitgelegd of het vermelde rendement vóór- of ná de kosten is.*** Hoe kleiner het pensioenfonds, des te vaker dat gebeurt.
5. ***In één op de vier jaarverslagen worden de transactiekosten niet vermeld in het bestuursverslag.*** 13 van de 52 pensioenfondsen (25%) hebben in het bestuursverslag geen transactiekosten gepresenteerd. Dit betreffen allemaal kleinere pensioenfondsen (tot € 1 mld vermogen).

⁴ Met 'accountant' wordt in dit rapport bedoeld, de externe accountant die de wettelijke controles doet.

⁵ Zie begrippenlijst aan het eind van het rapport (Bestuursverslag, Jaarverslag, Jaarrekening).

⁶ In het bestuursverslag worden alle kosten van vermogensbeheer + transactiekosten aangegeven (geen salderingen met opbrengsten / vermogen) en van de onderliggende fondsen (de zogenoemde 'kosten-doorkijk'). In de jaarrekening is dat doorgaans niet het geval.

6. **De verantwoording over de prestatie gerelateerde vergoedingen is onduidelijk in de jaarverslagen van de pensioenfondsen.** 23 van de 52 jaarverslagen maken geen melding van prestatie gerelateerde vergoedingen aan vermogensbeheerders.

Aanbevelingen

De AFM roept partijen op de ingeslagen weg van meer kosten transparantie in de jaarverslagen voort te zetten. Onze voorkeur is dat pensioenfondsen onderstaande aanbevelingen over informatievoorziening in de jaarverslagen verwerken⁷. Het jaarverslag vormt immers het medium waarin het bestuur publiekelijk verantwoording aflegt over het gevoerde beleid. In het jaarverslag komen ook de interne governance organen aan het woord. De accountant vormt zich daarnaast een oordeel over de jaarrekening, waar de kosten onderdeel van uitmaken. Indien informatie over individuele mandaten gepubliceerd zou moeten worden, kan het pensioenfonds uitwijken naar meer geaggregeerde data⁸. De aanbevelingen aan pensioenfondsen over kosten transparantie luiden:

1. Vermelden van het brutorendement, de kosten van vermogensbeheer, de transactiekosten en het nettorendement;
2. Uitleggen waarom het niveau van de kosten van vermogensbeheer en transactiekosten is zoals het is, en wel in de context van rendement en risico;
3. Meer concreet: uiteenzetten wat de kosten van vermogensbeheer en transactiekosten zijn per beleggingscategorie om zodoende het totale kostenniveau te verklaren. Licht daarbij ook toe in welke mate het actieve / passieve beleggingsbeleid het kostenniveau bepalen;
4. Het verschil beperken tussen deze kosten in enerzijds de jaarrekening en anderzijds in het bestuursverslag, door in de jaarrekening zoveel mogelijk de kosten-doorkijk-methode⁹ te hanteren en salderingen niet meer toe te passen, zoals ook gedaan wordt in het bestuursverslag. Als er toch een kostenverschil blijft, vermeld dan het kostenverschil in het bestuursverslag, gecombineerd met een begrijpelijke kwalitatieve toelichting waarom het verschil is ontstaan;
5. Duidelijk zijn over de prestatie gerelateerde vergoedingen. Denk daarbij aan: zijn er contracten met prestatie gerelateerde vergoedingen, in welke beleggingscategorie en hoe hoog;
6. Verduidelijken welke kostenwijziging er is ten opzichte van vorig jaar en waardoor dat komt;
7. Verhelderen welk deel van de kosten vermogensbeheer en transactiekosten incidenteel is. Licht ook toe welk deel van de kosten van vermogensbeheer en transactiekosten geschat is.

Tot slot zijn er contracten met beheerders en managers waarin niet expliciet is opgenomen dat het pensioenfonds kostenrapportages krijgt. De AFM beveelt aan dat pensioenfondsen bij iedere nieuwe contractonderhandeling overeen gaan komen dat zij kostenrapportages ontvangen (en eventuele tussenliggende vermogensbeheerders), zoals hierboven beschreven. Onderdeel daarvan is dat de pensioenfondsen deze gegevens gecumuleerd mogen publiceren in bijvoorbeeld haar jaarverslag.

De aanbeveling aan de Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ) is dat hij zijn regelgeving dusdanig aanpast, dat deze aanbevelingen ook door de RJ worden uitgedragen en geïncorporeerd in zijn

⁷ Deze aanbevelingen kunnen waarschijnlijk niet meer verwerkt worden in het jaarverslag over 2014, maar wel over 2015.

⁸ In ieder geval zou deze informatie actief beschikbaar moeten worden gesteld aan de governance organen in en rond het pensioenfonds.

⁹ Dat wil zeggen: geen kosten verrekeningen meer met het rendement, vermogen en of opbrengsten, ook dieper de beleggingsketen in. Dit betreft dus ook de kosten van onderliggende (externe) managers.

regelgeving, vooral de punten 2, 3 (onderdeel ‘kostenuitsplitsing naar beleggingscategorie’) en 4.

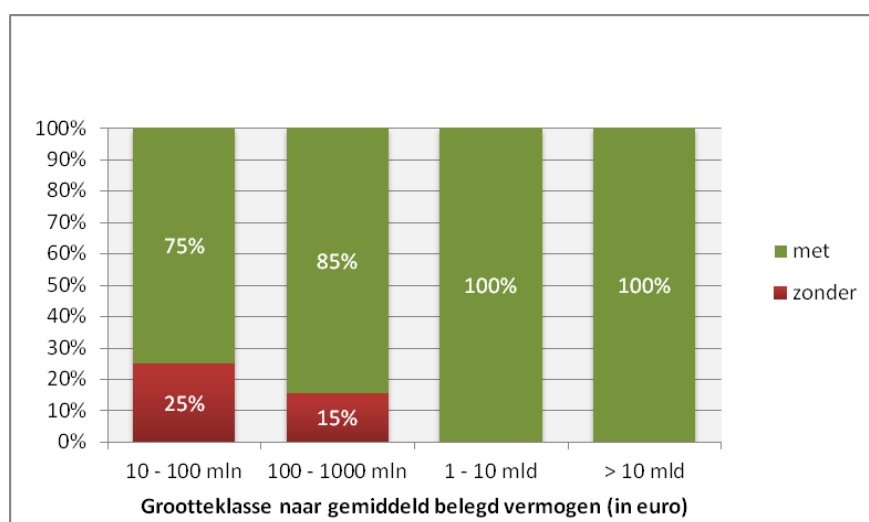
De in dit verkennende onderzoek betrokken accountants hebben toegezegd hun cliënten actief te benaderen hun jaarverslagen over 2013 op punten nog te verbeteren. Een aantal pensioenfondsen heeft zodoende hun jaarverslag nog kunnen aanpassen. De aanbeveling aan vermogensbeheerders is dat zij pensioenfondsen inzicht geven in deze kosten, rekening houdend met bovengenoemde aanbevelingen. Het is wenselijk dat alle partijen eraan werken om kostenschattingen te vervangen door kostenmetingen en -registraties.

2. Bevindingen

Voornaamste positieve bevinding is dat pensioenfondsen in de jaarverslagen nu vrijwel altijd de kosten van vermogensbeheer vermelden. De AFM heeft beoordeeld of in de jaarverslagen aandacht is besteed aan de hoogte van de kosten van vermogensbeheer en of het kostenpercentage is genoemd. Alle beoordeelde jaarverslagen van de pensioenfondsen met een vermogen van meer dan € 1 miljard hebben een paragraaf in het bestuursverslag gewijd aan kosten (inclusief de kosten van vermogensbeheer). Twee van de acht pensioenfondsen in de grootteklasse € 10-100 miljoen (= 25%) en vier van de 26 pensioenfondsen in de grootteklasse € 100-1.000 miljoen (= 15%) laten de noodzakelijke vermelding van de kosten van vermogensbeheer geheel achterwege in hun bestuursverslag (zie figuur 1).

Toelichting op alle figuren: De percentages in alle figuren zijn ongewogen scores. Hierin telt ieder pensioenfonds, groot of klein, even zwaar mee.

Figuur 1: Aandeel pensioenfondsen naar grootteklasse met/zonder kostenparagraaf in het bestuursverslag (n=52):

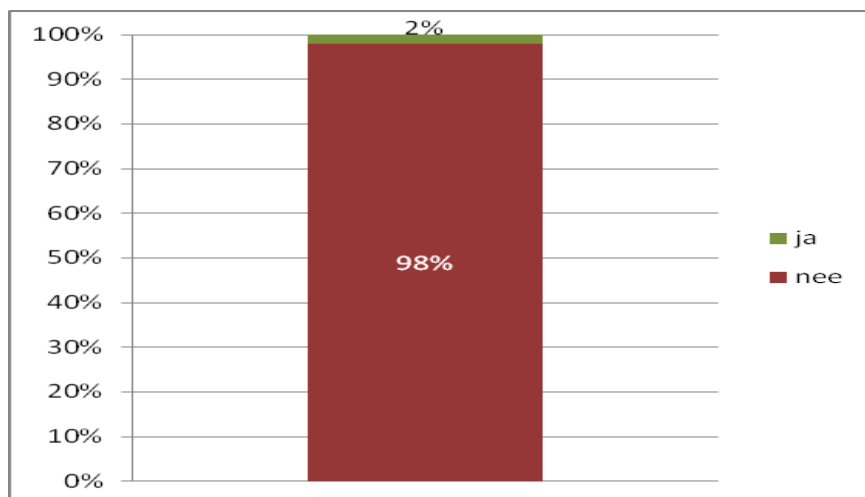


Uit het onderzoek komt echter ook een aantal belangrijke verbeterpunten naar voren, namelijk:

1. Pensioenfondsen verklaren in hun jaarverslagen de kosten van vermogensbeheer en transactiekosten niet aan de hand van het rendements- en risicoprofiel van het pensioenfonds.

De AFM en DNB vinden het essentieel dat de vermogensbeheerkosten niet op zichzelf worden gezien, maar altijd in de context van rendement en risico. Meer kosten is niet per se slecht. En meer kosten hoeft niet te betekenen: verkeerd beleid. Het is essentieel voor het vertrouwen in onze pensioenen, dat pensioenfondsen aan hun publiek uitleggen waarom hun kostenniveau is zoals het is. Uit de analyse van de jaarverslagen blijkt dat maar 2% van de pensioenfondsen (= één fonds van de 52) de relatie legt tussen hun eigen kostenniveau en de daadwerkelijk gemaakte (strategische) keuzes met betrekking tot rendement en risico. Zie figuur 2.

Figuur 2: Aandeel pensioenfondsen dat het kostenniveau uitlegt in de context van het rendements- en het risicoprofiel (n=52):



2. De meeste pensioenfondsen verklaren in hun jaarverslagen de kosten van vermogensbeheer en de transactiekosten niet aan de hand van de samenstelling van de beleggingsmix en/of de mate van actief beheer.

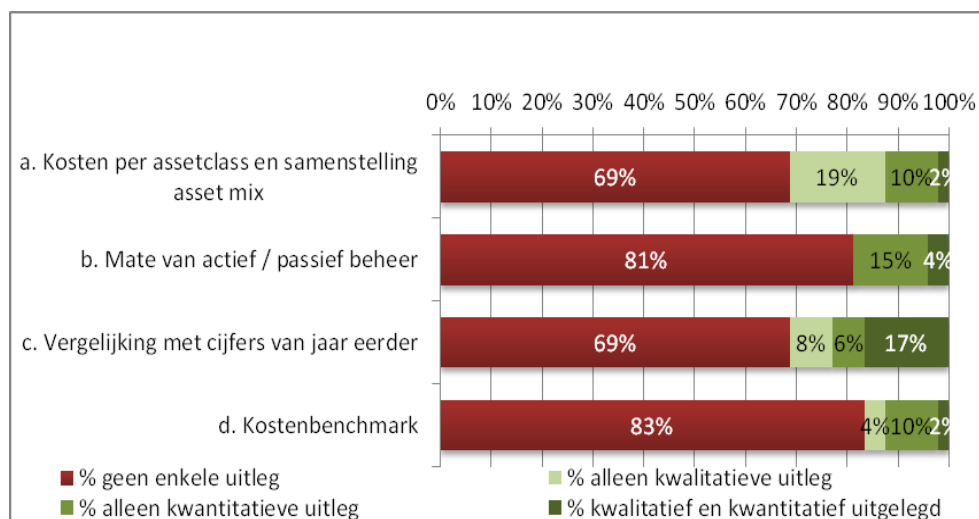
De samenstelling van de beleggingsportefeuille in beleggingscategorieën (asset classes) en de mate van actief / passief beheer bepalen in hoge mate het kostenniveau van het vermogensbeheer en transactiekosten. Dit is ook te lezen in veel jaarverslagen. Echter de meeste jaarverslagen (zie figuur 3) geven geen uitleg over de hoogte van de kosten van vermogensbeheer aan de hand van:

- de kosten per beleggingscategorie (= asset class) en de samenstelling van de asset mix (69% van de jaarverslagen bevat hierover geen enkele uitleg)¹⁰;
- de mate van actief / passief beleggen (81% van de jaarverslagen bevat hierover geen enkele uitleg);
- het kostenniveau van het jaar daarvoor (69% van de jaarverslagen bevat hierover geen enkele uitleg);
- een kostenbenchmark (83% van de jaarverslagen bevat hierover geen enkele uitleg).

¹⁰ Dit is redelijk eenvoudig te realiseren, omdat in de DNB-Jaarstaten deze kosten al per beleggingscategorie moeten worden uitgesplitst.

De mogelijkheden tot kostenbenchmarking nemen toe naarmate pensioenfondsen onze aanbevelingen in hun jaarverslagen opvolgen.

Figuur 3: Wordt het kostenniveau van vermogensbeheer in het jaarverslag verklaard door (n=52):



Daarnaast blijkt uit het onderzoek dat 40 van de 52 pensioenfondsen (83%) niet aangeven dat een deel van de kosten van vermogensbeheer of transactiekosten incidenteel is terwijl er aanwijzingen zijn dat deze dat gedeeltelijk wel zijn, bijvoorbeeld door een wijziging in de beleggingsstrategie of van beheerder. Het leeuwendeel van de fondsen geeft geen uitleg in de jaarverslagen over de geschatte kosten (de mate van schatting en de schattingswijze).

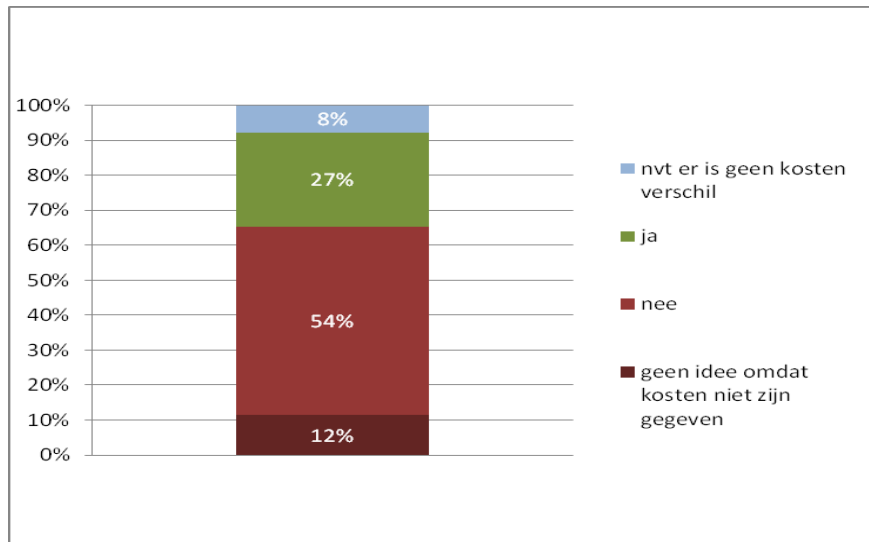
3. Meer dan de helft van de pensioenfondsen vermeldt in hun jaarverslag niet dat de kosten van vermogensbeheer zoals gepresenteerd in het bestuursverslag hoger zijn dan in de jaarrekening.

Uit de 52 beoordeelde jaarverslagen blijkt dat de vermelde kosten van vermogensbeheer in het bestuursverslag gemiddeld bijna een factor vier hoger zijn dan in de jaarrekening (staat van baten en lasten). Dit is het gevolg van verschillen tussen bestaande regelgeving voor de jaarrekening en het bestuursverslag¹¹. Dit verschil is onwenselijk. Ook de brug tussen de jaarrekening en het bestuursverslag wordt nog onvoldoende geslagen en verdient nadere aandacht. De vermelding (figuur 4) dat de kosten van vermogensbeheer in het bestuursverslag hoger zijn dan in de jaarrekening, blijft in meer van de helft van de beoordeelde jaarverslagen achterwege. Bij zes fondsen (= 12%) kan dit niet worden vastgesteld omdat er geen kostenparagraaf in het bestuursverslag is opgenomen.

Van de 27% pensioenfondsen die wel een kostenverschil melden, geeft 8%-punt (= 4 fondsen) geen inzicht in de hoogte van het kostenverschil.

¹¹ In de jaarrekening worden alleen de gefactureerde kosten van ‘de eerste vermogensbeheerder in de beleggingsketen’ vermeld. In het bestuursverslag daarentegen wordt een ‘kosten-doorkijk’ gevolgd: alle kosten van het beleggen, ook van de onderliggende vermogensbeheerders en managers worden dan vermeld. Deze ‘kosten-doorkijk’ is de aanbeveling van de Pensioenfederatie.

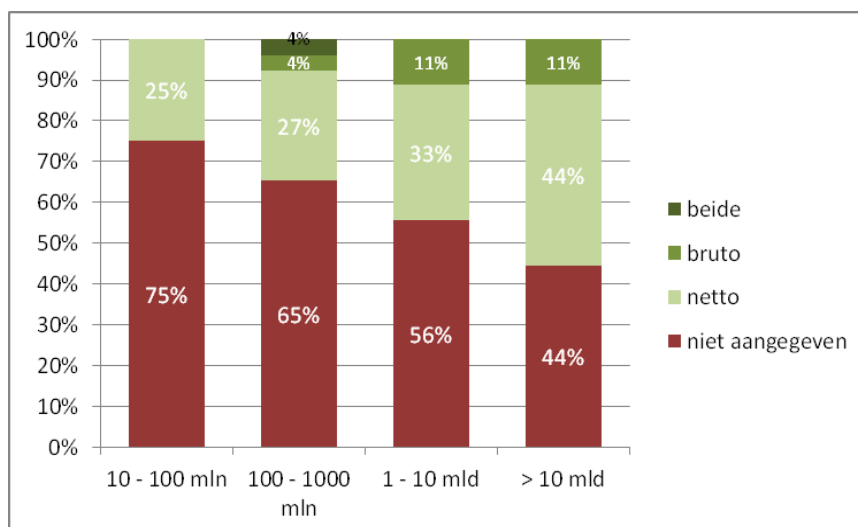
Figuur 4: Aandeel pensioenfondsen dat melding maakt van een kostenverschil tussen jaarrekening en bestuursverslag (n=52):



4. Bijna twee derde van de jaarverslagen vermeldt niet of het rendement vóór- of ná de kosten is.

In alle jaarverslagen worden rendementspercentages genoemd. In bijna twee derde van de gevallen, is niet aangegeven om welk soort rendement het gaat: bruto of netto. Slechts één partij (= 2%) geeft de rendementen zowel vóór als ná kosten. Bij de kleinere pensioenfondsen (tussen € 10 en € 100 mln.) geeft 25% van de fondsen aan om welk soort rendement het gaat. De grootste pensioenfondsen (boven de € 10 mld) doen het relatief beter: bijna 60% van deze fondsen geeft aan om welk soort rendement het gaat.

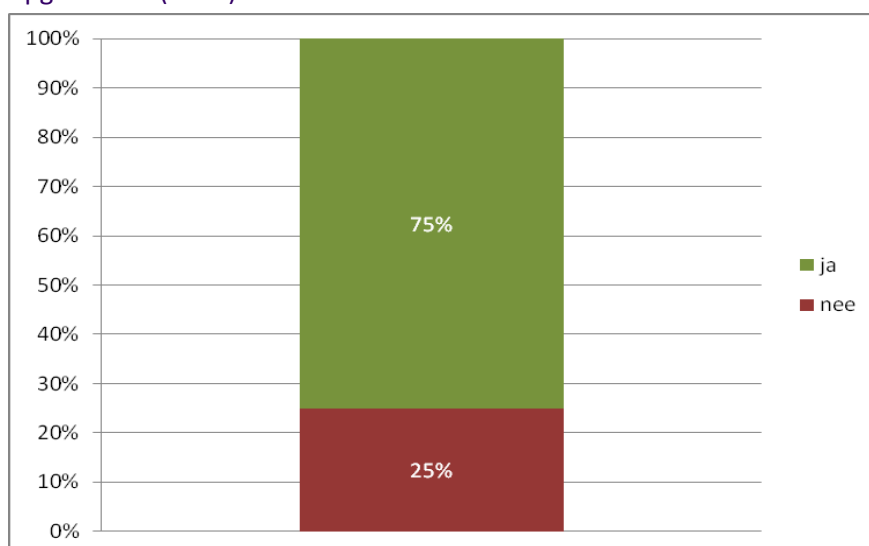
Figuur 5: Aandeel pensioenfondsen dat aangeeft om welk soort het rendement het gaat (n=52):



5. In één op de vier jaarverslagen worden de transactiekosten niet gepresenteerd.

13 van de 52 pensioenfondsen (= 25%) hebben in het bestuursverslag helemaal geen transactiekosten opgenomen. Dit is overeenkomstig het 'transparantie-groep' dat de Pensioenfederatie voor ogen had. Deze 13 fondsen betreffen allemaal kleinere pensioenfondsen met een gemiddeld belegd vermogen tot € 1 mld. Voor zover pensioenfondsen de transactiekosten wel vermelden werden in 6 van de 39 gevallen deze kosten verantwoord op basis van de samenstelling van de beleggingsmix. Er is geen pensioenfonds in de steekproef dat deze kosten aan de hand van actief en/of passief beheer verantwoordt. Ook wordt weinig toegelicht over de mate en wijze van schatting van de transactiekosten en welk deel van de kosten nog onzichtbaar blijft.

Figuur 6: Aandeel pensioenfondsen die de transactiekosten in het bestuursverslag hebben opgenomen (n=52):



6. De verantwoording over de prestatie gerelateerde vergoedingen is onduidelijk in de jaarverslagen van de pensioenfondsen.

23 van de 52 jaarverslagen maken geen melding van prestatie gerelateerde vergoedingen. Onduidelijk is of er wel of geen prestatie gerelateerde contracten bestaan met vermogensbeheerders, of dat er geen kosten zijn uitbetaald. In 19 van 52 jaarverslagen is de hoogte van de prestatie gerelateerde vergoedingen wel vermeld. Uit de jaarverslagen is niet af te leiden op welke periode deze vergoedingen betrekking hebben en op welke beleggingscategorie. In enkele gevallen is er een melding gemaakt over de mutaties in de reserveringen voor prestatie gerelateerde vergoedingen.

Interessant is dat veel pensioenfondsen in het jaar 2012 de lopende contracten met de vermogensbeheerders opnieuw hebben beoordeeld. Naar aanleiding daarvan heeft een aantal pensioenfondsen helemaal afgezien van contracten met prestatie gerelateerde vergoedingen of scherper met de vermogensbeheerder onderhandeld over de vergoedingen, aldus de informatie uit de jaarverslagen.

3. Aanbevelingen

In het algemeen roept de AFM partijen op de ingeslagen weg van meer kostentransparantie in de jaarverslagen voort te zetten, met name door de hoogte van de kosten van vermogensbeheer en transactiekosten te verklaren, ook in de context van rendement en risico. Onze voorkeur is dat pensioenfondsen onderstaande aanbevelingen over informatievoorziening in de jaarverslagen verwerken. Het jaarverslag vormt immers het medium waarin het bestuur publiekelijk verantwoording aflegt over het gevoerde beleid. In het jaarverslag komen ook de interne governance organen aan het woord. De accountant vormt zich daarnaast een oordeel over de jaarrekening, waar de kosten onderdeel van uitmaken. Indien informatie over individuele mandaten gepubliceerd zouden moeten worden, kan het pensioenfonds uitwijken naar meer geaggregeerde data¹².

Alle betrokken partijen, pensioenfondsen, vermogensbeheerders en accountants, kunnen hierbij een rol spelen. Per betrokken partij benoemen we hieronder wat zij kunnen doen.

Pensioenfondsen en koepel:

De AFM roept pensioenfondsen op door te gaan met het verbeteren van de kostentransparantie in jaarverslagen. Pensioenfondsen die nog geen kosten van vermogensbeheer en transactiekosten in het bestuursverslag vermelden, zouden deze wel moeten gaan opnemen. Dat wordt ook een verplichting na de wetsaanpassing. Aanvullend op deze wettelijke verplichting is onze aanbeveling:

1. Vermelden van het brutorendement, de kosten van vermogensbeheer, de transactiekosten en het nettorendement;
2. Uitleggen waarom het niveau van de kosten van vermogensbeheer en transactiekosten is zoals het is, en wel in de context van rendement en risico;
3. Meer concreet: uiteenzetten wat de kosten van vermogensbeheer en transactiekosten zijn per beleggingscategorie om zodoende het totale kostenniveau te verklaren. Licht daarbij ook toe in welke mate het actieve / passieve beleggingsbeleid het kostenniveau bepalen;
4. Het verschil beperken tussen deze kosten in enerzijds de jaarrekening en anderzijds in het bestuursverslag, door in de jaarrekening zoveel mogelijk de kosten-doorkijk-methode te hanteren en salderingen niet meer toe te passen, zoals ook gedaan wordt in het bestuursverslag. Als er toch een kostenverschil blijft, vermeld dan dat kostenverschil in het bestuursverslag, gecombineerd met een begrijpelijke kwalitatieve toelichting waarom het verschil is ontstaan;
5. Duidelijk zijn over de prestatie gerelateerde vergoedingen. Denk daarbij aan: zijn er contracten met prestatie gerelateerde vergoedingen, in welke beleggingscategorie en hoe hoog;
6. Verduidelijken welke kostenwijziging er is ten opzichte van vorig jaar en waardoor dat komt;
7. Verhelderen welk deel van de kosten vermogensbeheer en transactiekosten incidenteel is. Licht ook toe welk deel van de kosten van vermogensbeheer en transactiekosten geschat is.

Wat betreft de schattingen (zie het vorige punt): het pensioenfonds kan onderscheid maken tussen:

¹² In ieder geval zou deze informatie actief beschikbaar moeten worden gesteld aan de governance organen in en rond het pensioenfonds.

- Schattingen die gedaan worden omdat de administratie voor het vierde kwartaal van de onderliggende belegging nog niet is afgesloten. Dit is een timingsprobleem.
- Schattingen die gedaan worden omdat de onderliggende belegging niet kostentransparant is. De aanbieder geeft dan niet het kosteninzicht. Dit wordt een afnemend probleem naarmate pensioenfondsen alleen nog zaken doen met partijen die wel kostentransparant zijn. Tot die tijd zou gewerkt kunnen worden met de schattingen van de Pensioenfederatie mits die zijn geëvalueerd.
- Schattingen van kosten die in de koers zijn verwerkt, omdat de wereldhandel zo is gestructureerd, zoals de spreads bij vastrentende waarden. Dit is (vrijwel) niet beïnvloedbaar.

Tot slot zijn er contracten met beheerders en managers waarin niet expliciet is opgenomen dat het pensioenfonds kostenrapportages krijgt. De AFM beveelt aan dat pensioenfondsen bij iedere nieuwe contractonderhandeling overeen gaan komen dat zij kostenrapportages ontvangen (en eventuele tussenliggende vermogensbeheerders), zoals hierboven beschreven. Onderdeel daarvan is dat de pensioenfondsen deze gegevens gecumuleerd mogen publiceren in bijvoorbeeld hun jaarverslag.

Vermogensbeheerders, adviseurs en koepels

De AFM roept vermogensbeheerders en fiduciair managers op hun cliënten (pensioenfondsen) goed voor te lichten en volledig inzicht te geven in de kosten van vermogensbeheer, ook van de onderliggende beleggingen. Dit geldt ook voor de voorlichting aan kleinere pensioenfondsen. Dufas heeft al aangegeven dat kostentransparantie noodzakelijk is en nu al goeddeels gerealiseerd is. Dufas heeft de 'Principles Fiduciair Beheer' samengesteld, die momenteel worden geëvalueerd. Hierin is ook aandacht voor volledige kostentransparantie via de 'doorkijk-methode'. De AFM is pleitbezorger van een stevige kostenverantwoordingsfundering in deze Principles.

Daarnaast roept de AFM vermogensadviseurs op om in hun vermogensadvies rekening te houden met het kostenbewustzijn van het pensioenfonds. Nu DNB 'inzicht in de kosten van vermogensbeheer' op de agenda van het pensioenfonds heeft gezet in het kader van een beheerste bedrijfsvoering, is kostenbewustzijn onderdeel geworden van het cliëntprofiel. De vermogensadviseur moet daar in zijn advies ook rekening mee houden. De vermogensbeheerder zou ervoor moeten zorgen dat het pensioenfonds adequate kostenrapportages ontvangt.

Accountants, koepel en RJ

Het is goed te ervaren dat uit de verkennende gesprekken blijkt dat accountants hun rol oppakken en in hun controle ook aandacht besteden aan de kosten van vermogensbeheer in het bestuursverslag, gelet op het maatschappelijke belang van deze kostenpost. Tot slot, geeft de AFM de NBA in overweging een praktijkhandreiking te ontwikkelen om de kosten van vermogensbeheer en transactiekosten te behandelen van pensioenfondsen.

De aanbeveling aan de Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ) is dat hij zijn regelgeving aanpast, dat de op de vorige bladzijde genoemde aanbevelingen ook door de RJ worden uitgedragen en worden geïncorporeerd in zijn regelgeving, vooral de punten 2, 3 (uitsplitsing naar beleggingscategorie) en 4 (met name het verschil beperken tussen bestuursverslag en jaarrekening). Het is wenselijk dat alle partijen, ook de eerdergenoemde partijen, eraan werken om kostenschattingen te vervangen door kostenmetingen en -registraties.

Bijlage 1: Populatie en deelwaarneming

De populatie

De AFM heeft in het kader van het samenwerkingsconvenant met DNB inzage gekregen in de DNB Jaarstaten (met name J402) van alle pensioenfondsen. Pensioenfondsen die volledig zijn hervverzekerd of die in 2012 formeel in liquidatie waren, zijn niet in de onderzoekspopulatie meegenomen. Daarmee is de populatie van pensioenfondsen 278. Dit is dezelfde populatie waarop DNB haar onderzoek heeft gebaseerd dat heeft geleid tot de publicatie in haar [Nieuwsbericht](#) en [DNBulletin](#).

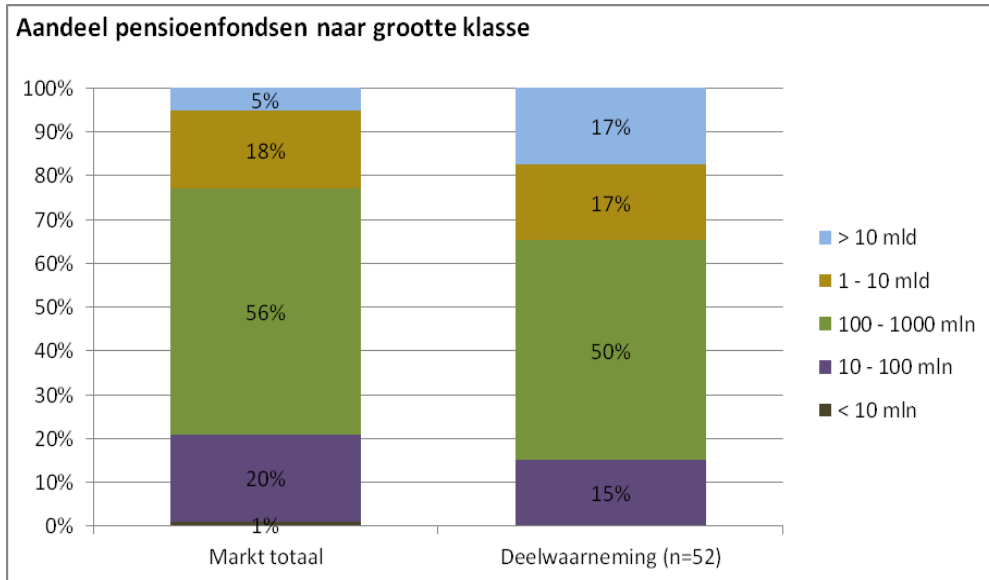
Pensioenfondsen naar grootteklasse, (geordend naar activa in € mln.)	Marktverdeling*
0-10 (€ mln. activa)	1%
10-100	20%
100-1.000	55%
1.000-10.000	18%
>10.000	5%
Gemiddeld/totaal	100%
<i>*naar aantal, ongewogen, bron: DNB Jaarstaat 2012</i>	

De deelwaarneming

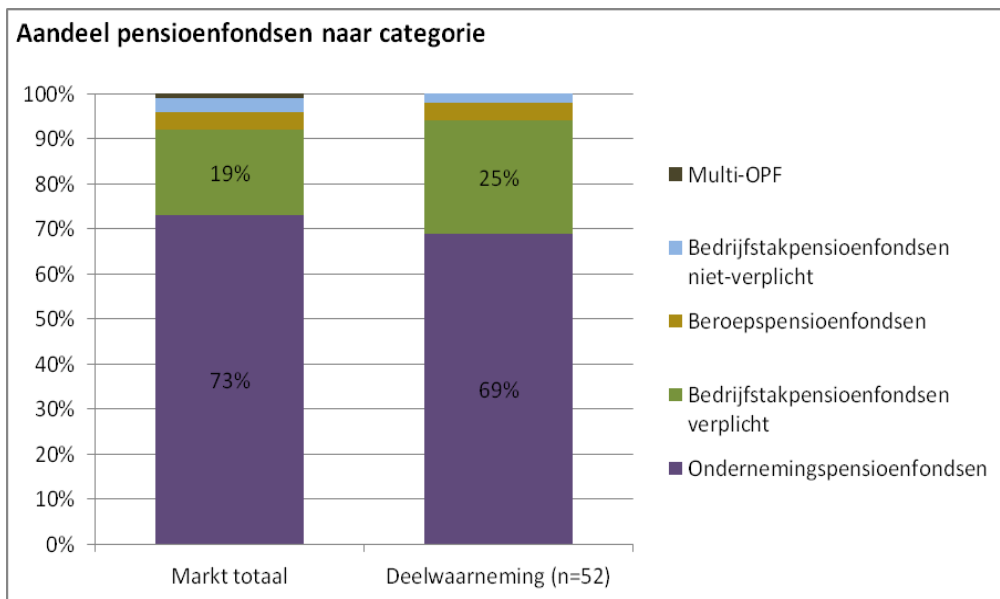
De AFM heeft als primair uitgangspunt gehanteerd: een gestratificeerde steekproef per grootteklasse, oftewel een verdeling die tabel 1 volgt. Dat zou neerkomen op een deelwaarneming zoals in de derde kolom in de tabel hieronder is weergegeven (bij 'Verwachte deelwaarneming bij n=52'). Daarvan is echter afgeweken en wel om de volgende redenen: de top-5 pensioenfondsen zijn volledig in de deelwaarneming betrokken gelet op hun materialiteit en daarmee maatschappelijk belang. Daardoor is de grootste klasse van pensioenfondsen oververtegenwoordigd. In totaal vertegenwoordigt de deelwaarneming 72% van het totaal gemiddeld belegd vermogen van Nederlandse pensioenfondsen. Daarnaast is ervoor gezorgd dat een evenwichtige verdeling is in de marktverhoudingen qua categorie pensioenfonds (ondernemingspensioenfonds, bedrijfstakpensioenfonds, enz.) evenals met de betrokken accountantsorganisaties.

Pensioenfondsen naar grootteklasse (geordend naar activa in € mln.)	Marktverdeling*	Verwachte deelwaarneming bij n=52	Werkelijke deelwaarneming (aantal)	Werkelijke verdeling deelwaarneming (percentage)
0-10 (€ mln. activa)	1%	0	0	0%
10-100	20%	10	8	15%
100-1.000	56%	29	26	50%
1.000-10.000	18%	10	9	17%
>10.000	5%	3	9	17%
Gemiddeld/totaal	100%	52	52	100%
<i>*naar aantal, ongewogen, bron: DNB Jaarstaat 2012. Er zijn afrondingsverschillen in de tabel.</i>				

De deelwaarneming waarvan de jaarverslagen zijn geselecteerd en beoordeeld, ten opzichte van de totale populatie, is als volgt te visualiseren:



(in % naar activa in € mld.)



Bijlage 2: Goede praktijken

Kosteninzicht leidt tot gedragsaanpassing. Enkele citaten uit jaarverslagen:

- Scherp inkopen betekent kiezen voor passief beheer van beleggingen in markten waar actief beheer geen toegevoegde waarde biedt en complexe beleggingen onvoldoende meerwaarde. Ook in 2012 is voortgang geboekt door de gedeeltelijke verkoop van de portefeuille hedge funds.
- Het bestuur werkt bewust aan de verlaging van de uitvoeringskosten. Daarnaast is met het oog op schaalgrootte gestart met de verkenning of een (vorm van) samenwerking met een ander pensioenfonds voor beide partijen interessant zou kunnen zijn. Voorts is een korting bedongen op de beloning van onze vermogensbeheerder van 15%.
- Kosten zijn zeker, rendementen zijn dat niet. De consequentie hiervan is dat wij kostenbewust voor u beleggen. Fondsen met hoge kostenstructuren worden vermeden.
- Het bestuur is zich terdege bewust van de hoogte van de vermogensbeheerkosten. Indien mogelijk worden deze kosten zoveel mogelijk beperkt. Zo is bewust de UFR-transitie en de reguliere rebalancing van de beleggingen op één tijdstip uitgevoerd. Hierdoor hebben zich geen doublures in transacties voorgedaan en zijn kosten gedrukt.

Uit de gevoerde gesprekken kwam onder andere het volgende naar voren:

- Een aantal pensioenfondsen heeft, om meer in control te zijn en uit kostenbeheersings-oogpunt, afstand gedaan van fund-of-hedgefunds. In plaats daarvan is een eigen kanaal opgezet.
- Een pensioenfonds heeft de samenwerking opgezocht met een ander pensioenfonds om gedeelde onderhandelingen te voeren. Daardoor is een lagere prijs tot stand gekomen, terwijl er wel twee separate onderliggende contracten zijn afgesloten (partijen zijn niet aan elkaar gebonden in die belegging).

Kostenbewustzijn leidt tot nieuwe afspraken met vermogensbeheerders. Enkele citaten uit jaarverslagen:

- Zo sprak het fonds met de externe vermogensbeheerders af dat zij vanaf 2012 alle vermogensbeheerkosten aanleveren volgens de aanbevelingen van de Pensioenfederatie.
- Uw pensioenfonds heeft in 2012 onderhandeld met vrijwel alle externe vermogensbeheerders en de vergoedingen omlaag gekregen.
- Er zijn gesprekken gestart met vrijwel alle bestaande vermogensbeheerders in de portefeuille om de beheervergoedingen te heronderhandelen. De beheervergoedingen zijn traditioneel gebaseerd op een procentuele vergoeding ten opzichte van het vermogen, uitgedrukt in basispunten. Het bestuur stuurt er nadrukkelijk op deze procentuele vergoedingen verder te verlagen. De eerste resultaten van deze inspanningen zijn al in 2012 duidelijk zichtbaar. De totale kosten van het vermogensbeheer bedragen in 2012 ongeveer ...% van het beheerd vermogen.

Kosten van vermogensbeheer: presentatie en diepgang gelijk aan DNB jaarstaat-rapportage

- Een pensioenfonds geeft in het bestuursverslag dezelfde kostenuitsplitsing naar beleggingscategoriën als de DNB in haar jaarstaat 402 vraagt. Hiermee is een vergaande detaillering gemaakt en kan het kostenniveau verklaard worden aan de hand van de samenstelling van de beleggingsportefeuille naar beleggingscategoriën. Als alle pensioenfondsen hetzelfde zouden doen, worden de kosten macro-economisch beter inzichtelijk en vergelijkbaar. Aan het kostenoverzicht per beleggingscategorië zou kunnen worden toegevoegd: het brutorendement in die beleggingscategorië.

Helderheid over welk deel van de kosten geschat zijn. Een citaat uit een jaarverslag:

- Van de directe beheerkosten is € ... miljoen (= ..%) geschat op basis van de tabellen van de Pensioenfederatie. Dit betreft alle fund-of fundskosten waarvoor nog geen controleverklaring is ontvangen en alle overige gerapporteerde kosten van de externe vermogensbeheerders waarvoor nog geen controleverklaringen zijn ontvangen.

In een goede praktijk wordt het bruto en het netto rendement vermeld en goed gedefinieerd

In één jaarverslag zijn vier rendementen gepresenteerd, met een duidelijke aanduiding of het voor of na kosten is.

Begrippenlijst

Jaarverslag

Het jaarverslag bestaat uit de volgende onderdelen: het bestuursverslag, de jaarrekening en de overige gegevens, waaronder een aantal verklaringen zoals actuariële en accountsverklaring.

Bestuursverslag

Het onderdeel van het jaarverslag waarin het Bestuur verantwoording aflegt over in het afgelopen jaar gevoerde beleid en zijn verwachtingen uitspreekt voor de komende periode.

Jaarrekening

Wettelijk voorgeschreven verslag van de financiële resultaten, dat in ieder geval bestaat uit een resultatenrekening, een balans met een toelichting daarop. De jaarrekening geeft volgens de normen, die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd, een zodanig inzicht dat een verantwoord oordeel kan worden gevormd over het vermogen en het resultaat, de solvabiliteit en de liquiditeit van het pensioenfonds. De jaarrekening is ook onderdeel van het jaarverslag.



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.