

Kostentransparantie in het Verenigd Koninkrijk en Nederland

De Pensioenfederatie heeft haar leden aanbevolen om de uitvoeringskosten transparanter te maken. Oorspronkelijk gebeurde dit via zelfregulering, maar inmiddels zijn de Aanbevelingen Uitvoeringskosten in wet- en regelgeving neergeslagen. Het is opvallend dat Nederland steeds vaker als 'best practice' wordt voorgesteld voor transparantie over de uitvoeringskosten.¹ In het Verenigd Koninkrijk heeft de Pensions and Lifetime Savings Association (PLSA) als mede-initiatiefnemer in november 2018 haar Cost Transparency Initiative (CTI) gelanceerd.² In dit artikel vergelijken we het Engelse initiatief met de Nederlandse transparantie over de kosten van pensioenbeheer en vermogensbeheer. Wat kunnen wij leren van de 'British' en zij van ons?

■ AANBEVELINGEN UITVOERINGSKOSTEN

In 2011 bracht de Autoriteit Financiële Markten (AFM) een onderzoeksrapport uit waarmee meer aandacht werd gevraagd voor uitvoeringskosten bij (vooral kleine en middelgrote) pensioenfondsen.³ Ze riep alle betrokken partijen op om actief een rol te spelen bij het verhogen van het kosteninzicht en het verlagen van de kosten. Waarbij ze overigens aantekende dat de grootste pensioenfondsen ook toen al het nodige inzicht hadden in de kosten van vermogensbeheer.

De pensioensector heeft deze handschoen opgepakt. Dit heeft geleid tot de Aanbevelingen Uitvoeringskosten 2011 van de Pensioenfederatie. Met deze aanbevelingen gaf de koepel richtlijnen over welke uitvoeringskosten op welke manier moesten worden gerapporteerd om meer transparantie richting stake-

Een grote inhoudelijke verandering van de Aanbevelingen is de introductie van het 'look through' principe voor transactiekosten in beleggingsfondsen

holders te verschaffen. Vanaf het boekjaar 2012 hebben de pensioenfondsen een start gemaakt met de opvolging van deze aanbevelingen in hun jaarverslagen en de verslagstaten aan toezichthouder De Nederlandse Bank.

In 2016 volgde een update van de Aanbevelingen Uitvoeringskosten. Deze had tot doel om meer uniformiteit te brengen in de wijze waarop uitvoeringskosten worden berekend en gepresenteerd. Een grote inhoudelijke verandering van de Aanbevelingen is de introductie van het 'look through' principe

voor transactiekosten in beleggingsfondsen. Vanaf de rapportage over het boekjaar 2017 wordt dit aanbevolen. Dit houdt in dat beheerders van beleggingsfondsen alle in een fonds gemaakte transactiekosten in beeld moeten brengen. Pensioenfondsen zijn met deze methode nu in staat om ook de transactiekosten in beleggingsfondsen volledig inzichtelijk te krijgen. Dat was voorheen in veel gevallen nog niet goed mogelijk.

- 1 Vergelijk ook de recente rapporten Pension Fund Cost Transparency, Committee on Workers' Capital, 3 oktober 2018 en Pensions Policy Institute, Charges, returns and transparency in DC: what can we learn from other countries?, 20 november 2018.
- 2 PLSA, Launch of Cost Transparency Initiative will be a step forward for pension schemes, 7 november 2018, www.plsa.co.uk
- 3 AFM, Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht, april 2011.



Frits Meerdink en Marcel van de Grift

F.A. Meerdink is manager fondsenbeheer bij PGGM; drs. H.G. van de Grift is beleidsadviseur bij de Pensioenfederatie

Tabel 1. Overzicht kostenniveaus 2012-2017

kostenniveau	2012	2013	2014	2015	2016	2017
kosten pensioenbeheer	€ 121	€ 120	€ 120	€ 119	€ 115	€ 111
kosten vermogensbeheer	0,53%	0,54%	0,52%	0,47%	0,46%	0,48%
transactiekosten	0,10%	0,09%	0,08%	0,09%	0,08%	0,10%*

Bron: LCP-rapporten 2013-2017

Transparantie uitvoeringskosten in wet- en regelgeving

Met ingang van 2015 is art. 45a aan de Pensioenwet toegevoegd. Hierin staat dat een pensioenfonds in het jaarverslag informatie opneemt over de uitvoeringskosten. Vervolgens worden in art. 10a en 10b van het Besluit uitvoering Pensioenwet nadere regels gesteld over de wijze waarop de informatie over uitvoeringskosten moet worden gepresenteerd. In de toelichting op dit besluit wordt nadrukkelijk verwezen naar de Aanbevelingen Uitvoeringskosten van de Pensioenfederatie uit 2011. Er is zo veel mogelijk aangesloten bij de Aanbevelingen om extra administratieve lasten voor pensioenfondsen te beperken. Verder is in art. 46a PW nog de verplichting opgenomen dat een pensioenuitvoerder op zijn website informatie over de uitvoeringskosten beschikbaar stelt.

DALENDE UITVOERINGSKOSTEN

De transparantie over uitvoeringskosten – in combinatie met de maatschappelijke en politieke discussie hierover – heeft ervoor gezorgd dat de kosten van pensioenbeheer en vermogensbeheer de afgelopen tijd zijn gedaald (zie tabel 1). Dalende uitvoeringskosten zijn goed nieuws voor de deelnemers. Lagere uitvoeringskosten zorgen uiteindelijk (ceteris paribus) voor een hoger pensioenresultaat.

Het is te kort door de bocht om de uitvoeringskosten geïsoleerd te bekijken zonder oog te hebben voor de driehoeksverhouding tussen kosten, rendement en risico

Nu lijken de transactiekosten in 2017 te zijn gestegen, maar dit wordt veroorzaakt door toepassing van het hiervoor genoemde 'look through'-principe. Ook de kosten van vermogensbeheer lijken in 2017 te zijn gestegen. Feitelijk zijn die kosten bij ruim 60% van de pensioenfondsen gedaald. Dat er dan toch een kostenstijging wordt waargenomen, komt doordat bij een aantal pensioenfondsen de kosten van alter-

natieve beleggingen, zoals private equity en hedge funds, stegen. Daarbij moeten we dan wel bedenken dat tegenover deze kostenstijging relatief hoge beleggingsrendementen staan. Het is dan ook te kort door de bocht om de uitvoeringskosten geïsoleerd te bekijken zonder oog te hebben voor de driehoeksverhouding tussen kosten, rendement en risico. Dit is typisch de verantwoordelijkheid van bestuurders van pensioenfondsen om hierin de juiste afweging te maken en hierover verantwoording af te leggen aan de stakeholders.⁴ 'De vereiste transparantie van uitvoeringskosten ondersteunt het pensioenfonds in zijn taak om zorg te dragen voor de uitvoering van de pensioenovereenkomst, om op prudente wijze het pensioengeld van deelnemers en pensioengerechtigden te beleggen en om zo uiteindelijk een zo goed mogelijk pensioen te kunnen uitkeren', aldus de minister van SZW.⁵

KOSTENTRANSPARANTIE IN HET VK

In 2017 heeft de Britse Financial Conduct Authority (FCA) als toezichthouder op de financiële markten zijn 'Asset Management Market Study' gepubliceerd.⁶ Een van de belangrijkste bevindingen was dat institutionele investeerders moeite hebben om noodzakelijke kosteninformatie te verkrijgen. Nadat een Brits parlementslid zorgen had geuit over verborgen kosten en had verzocht dat die wel een derde van de pensioenopbrengsten kunnen opeten, heeft toenmalig premier David Cameron in 2016 toegezegd met de FCA aan de slag te gaan om het punt van de kostentransparantie in de vermogensbeheersector te adresseren.

Zoals ook de Aanbevelingen Uitvoeringskosten benadrukken, is voor een gedegen besluitvorming door (bestuurders van) pensioenfondsen een goede afweging nodig tussen rendementen, risico en kosten van beleggingsvoorstellen. De financiële markten in het Verenigd Koninkrijk gaven een diffuus beeld van de kosten die bij beleggingsproducten in rekening werden gebracht. De Britse toezichthouder heeft voorheen nooit vereist dat kosteninformatie op een gestandaardiseerde manier werd opgeleverd. Britse pensioenfondsen onderkennen zelf het gebrek aan kostentransparantie en namen het initiatief, zoals de Local Government Pension Scheme Advisory Board (LGPS) met haar kostentemplates. De LGPS wil hiermee haar fondsen in staat stellen uniforme kostentemplates bij hun vermogensbeheerders aan te leveren, om zo tot een uniforme rapportage van de kosten te komen en aldus een goede afweging te kunnen maken. Hoewel vrijwillig in gebruik, was de intentie van de LGPS om vermogensbeheerders die de templates niet wilden of konden invullen, niet te selecteren.

In navolging van de LGPS kwam ook de Investment Association (IA), de Britse branchevereniging van vermogensbeheerders, met een template voor kostenrapportage die grote gelijkenis vertoont met de versie van de LGPS. Vanwege de dominante positie van de ver-

mogensbeheerbranche in het Verenigd Koninkrijk was het belangrijk dat ook zij achter het initiatief tot kostentransparantie gingen staan, c.q. daarmee zelf aan de slag gingen.

Institutional Disclosure Working Group

Om de initiatieven van LGPS en IA te koppelen aan de bevindingen van de Asset Management Market Study heeft de FCA een Institutional Disclosure Working Group (IDWG) aangesteld. Deze werkgroep, samengesteld vanuit verschillende geledingen van stakeholders onder een onafhankelijke voorzitter, heeft als doel overeenstemming te bereiken over kostentemplates voor vermogensbeheerdiensten aan institutionele investeerders. Zowel de pensioenfondsen als andere institutionele investeerders, vermogensbeheerders en onafhankelijke experts namen deel, met de FCA als toehoorder.

Een van de uitgangspunten van de IDWG was om de templates consistent te maken met geldende regelgeving, in het bijzonder met MiFID II en PRIIPs

Een van de uitgangspunten van de IDWG was om de templates consistent te maken met geldende regelgeving, in het bijzonder de Europese richtlijn MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive). MiFID II, en voor kostentransparantie ook PRIIPs (Packaged Retail Investment and Insurance Products), stellen eisen aan kostenrapportages door vermogensbeheerders, maar kennen niet het detailniveau dat de IDWG beoogde. Ook de reikwijdte van de IDWG-kostentemplates is uitgebreid naar beleggingen in private markten. Verder willen de templates ook contextuele informatie bieden over de kosten, om zo een betere beoordeling van de kosten mogelijk te maken.

De IDWG-aanbevelingen zijn gericht op de vermogensbeheerkosten en transactiekosten. Pensioenbeheerkosten zijn niet in de scope betrokken. De aanbevelingen omvatten de volgende vijf templates:

- een gebruikerstemplate dat de data van de ‘account-level’ templates samenvoegt, om institutionele investeerders in staat te stellen de belangrijkste data van hun vermogensbeheerders en andere serviceorganisaties in de vermogensbeheerketen te zien;
- een account-level template, voor de meeste producttypes, met name beleggingen in publieke markten;
- een account-level template, voor private equity beleggingen;
- een account-level template, voor vastgoed beleggingen; en

- een account-level template voor aanvullende diensten, met name bewaarneming (custody) van beleggingen.

Cost Transparency Initiative

Met de oplevering van haar eindrapport, met daarin haar aanbevelingen aan de FCA, is de tijdelijk werkzame IDWG in juli 2018 ontbonden.⁷ Het Cost Transparency Initiative (CTI) heeft vervolgens de handschoen opgepakt om het gebruik van de templates aan te moedigen en te ondersteunen.⁸ Ook zal het gebruik van de templates door pensioenfondsen en vermogensbeheerders worden gemonteerd. Het CTI is een samenwerkingsinitiatief van PLSA, IA en de LGPS. Zowel de FCA als de Competition and Markets Authority heeft aangegeven het CTI en de templates te ondersteunen. Hiermee kent het initiatief een brede basis in de Britse financiële wereld.

Eerste stap voor het CTI zal zijn het testen van de templates bij een aantal stakeholders. Vervolgens worden ze stapsgewijs uitgerold over de institutionele investeerders en de vermogensbeheerders. Gedurende de uitrol verzamelt het CTI informatie over het gebruik en maakt het begeleidende technische toelichtingen op het invullen van de templates door vermogensbeheerders. Daarnaast worden de gebruikers begeleid in het begrijpen en kritisch beoordelen van de aldus gevulde templates. Zo kunnen de institutionele investeerders de templates gaan inzetten bij selectie en monitoring van de vermogensbeheerders. De eerste beoogde gebruikers zijn (bestuurders van) pensioenfondsen.

Vooralsnog blijft verwerking van de aanbevelingen van de IDWG in wet- en regelgeving uit. De FCA heeft aangegeven het proces van uitrol van de templates te volgen en op basis van de navolging bij marktpartijen te besluiten of ze aanleiding ziet het onderwerp kostentransparantie wederom op te pakken.

■ IDWG-AANBEVELINGEN VERSUS AANBEVELINGEN UITVOERINGSKOSTEN

De vijf templates van de IDWG-aanbevelingen zijn ingericht als spreadsheet met een voorgedefinieerd aantal vakjes waarin de kwantitatieve kosteninformatie kan worden ingevuld. Voor kwalitatieve toelichtingen zijn in de sheets enkele tekstvakken opgenomen. Het gebruik van templates werkt dwingend; het format is voor elke uitvraag en oplevering hetzelfde. De

4 Zie hiervoor ook de Verzamelbrief Pensioenonderwerpen, Tweede Kamer, vergaderjaar 2018-2019, 32 043, nr. 441, p. 2.

5 Brief minister van SZW over gestegen kosten van vermogensbeheer, Tweede Kamer, vergaderjaar 2018-2019, 32 043, nr. 425, p. 2.

6 FCA Asset Management Market Study Final Report, juni 2017, www.fca.org.uk

7 Institutional Disclosure Working Group Report to FCA, <https://www.fca.org.uk/>

8 <https://www.plsa.co.uk/Policy-and-Research-Investment-Cost-Transparency-Initiative>

Aanbevelingen Uitvoeringskosten bevatten geen standaard template, maar geven generieke en kostenspecifieke aanbevelingen met toelichting.

De IDWG-aanbevelingen en de Aanbevelingen Uitvoeringskosten geven beide in een bijlage een toelichting op de verschillende kostentypen. Sommige kostendefinities verschillen, maar beide beogen een zo volledig mogelijke dekking van alle relevante kosten. De kosten zijn geaggregeerd in kostensoorten; ook hier verschillen bij enkele kostensoorten de terminologie en welke kosten hierin zijn opgenomen.

De IDWG schrijft dat het een uitdaging vormt om kosteninformatie van beleggingen in beleggingsfondsen (en fund-of-funds) te vergaren op het detailniveau van hun templates. De volledige look through is wel beoogd, maar de IDWG verwacht dat dit nog niet volledig implementeerbaar is voor vermogensbeheerders, vanwege beperkingen in de datavergaring. Om een goede vergelijking te maken tussen directe beleggingen en indirect beleggen via fondsen verdient het de voorkeur om hier wel maximaal transparant in te zijn. De Aanbevelingen Uitvoeringskosten gaan hier verder en schrijven look through voor bij beleggingsfondsen.

Performance fees

Prestatieafhankelijke vergoedingen (performance fees) zijn door beide aanbevelingen expliciet gedefinieerd als kosten. De IDWG geeft ruimte in de manier waarop deze kunnen worden gepresenteerd. De mogelijkheid bestaat om alleen de gefactureerde vergoedingen te rapporteren, terwijl de Aanbevelingen Uitvoeringskosten het matching principe voorschrijven. Gedurende de looptijd dienen op rapportagemomenten reserveringen te worden gemaakt voor de tot dat moment toe te rekenen prestatievergoeding. Als in een verslagjaar een extra rendement is behaald, dienen de prestatievergoedingen hieraan te worden toegerekend. Afhankelijk van de contractuele bepalingen en de beleggingsprestaties kan een verantwoorde verplichting in latere perioden dan weer vervallen. Prestatievergoedingen kunnen, vooral bij beleggingen in private markten, een groot deel van de gerapporteerde kosten vormen. Een juiste matching is dan eveneens van belang voor een goede toelichting in samenhang met de beleggingsprestaties.

De ambitie van de IDWG-aanbevelingen en van de Aanbevelingen Uitvoeringskosten is om indien mogelijk aan te sluiten bij bestaande internationale rapportagestandaarden voor specifieke beleggingscategorieën. Voor private equity heeft de Institutional Limited Partners Association (ILPA) haar eigen standaarden neergezet, een voorbeeld voor een internationale uitrol van kostenrapportering waardoor vergelijkbaarheid wereldwijd mogelijk wordt.

Impliciete kosten

De IDWG-aanbevelingen zoeken voor de transactiekosten de aansluiting met MiFID II en in het bijzonder met de omschrijving van de transactiekosten zo

als PRIIPs voorschrijft. Onder PRIIPs bevatten de transactiekosten naast de expliciete kosten, zoals broker commissies en transactiebelastingen, ook de impliciete kosten. Deze kosten bevatten eveneens de marktimpact van een transactie, waarbij beweging in de marktprijzen tussen het moment van orderdoorgifte en het moment van orderuitvoering worden meegenomen als transactiekosten. Het toevoegen van de impliciete kosten heeft de nodige discussie opgeleverd onder financiële marktpartijen. Immers, de mogelijkheid bestaat dat hiermee ook negatieve transactiekosten worden gerapporteerd. De IDWG schrijft om die reden ook geen methodologie voor. Als dan de interpretatie van de methodologie bij de vermogensbeheerders en andere serviceorganisaties, zoals brokers, komt te liggen, maakt dat de vergelijkbaarheid tussen de gerapporteerde transactiekosten lastiger. De Aanbevelingen Uitvoeringskosten nemen geen impliciete kosten zoals gedefinieerd onder MiFID II en PRIIPs mee. Daarmee is een verschil in vaststelling van transactiekosten ontstaan met MiFID II. Wel is er daardoor geen discussie over de effecten van de schommelingen in marktprijzen bij het bepalen van de transactiekosten.

Het toevoegen van de impliciete kosten aan de transactiekosten heeft de nodige discussie opgeleverd onder financiële marktpartijen

De Aanbevelingen Uitvoeringskosten hebben primair betrekking op transparantie over uitvoeringskosten naar de externe stakeholders, zoals deelnemers en aangesloten werkgevers. Dit aspect is in de IDWG-aanbevelingen afwezig; de doelgroep bestaat primair uit (bestuurders van) pensioenfondsen. Deze andere insteek maakt dat de IDWG geen communicatieaanbevelingen doet en ook geen kengetallen heeft gedefinieerd. De effecten van de IDWG-aanbevelingen blijven dan ook beperkt tot de pensioenfondsen zelf en zullen niet zichtbaar zijn voor de deelnemers.

■ RELEVANTIE VOOR NEDERLANDSE PENSIOENFONDSEN

De Nederlandse pensioensector heeft een aanzienlijk deel van de beleggingen uitbesteed aan Britse vermogensbeheerders. Aan deze vermogensbeheerders wordt kosteninformatie uitgevraagd conform de Aanbevelingen Uitvoeringskosten. Sinds dit jaar is ook rapportage conform de vereisten van MiFID II door Europese vermogensbeheerders verplicht. Met de uitrol van de IDWG-aanbevelingen komt er nog een rapportage bij. Bij enkele vermogensbeheerders heeft dit al geleid tot het verzoek aan gebruikers om over te gaan op één rapportagevorm. Momenteel is dit door

de verschillende regimes nog niet mogelijk. Een verdere harmonisatie van internationale rapportagerichtlijnen zou uniformiteit en vergelijkbaarheid ten goede komen.

Een van de inherente gevolgen van verregaande kosten transparantie is de transparantieparadox: meer transparantie leidt tot gepercipieerde hogere kosten. Als meer landen stappen maken op het gebied van kosten transparantie, gaan buitenlandse pensioenfondsen zichtbaar maken welke kosten in de vermogensbeheerketen worden afgedragen en daarmee 'duurder' lijken. Nederlandse fondsen hebben reeds een voorsprong in kosten transparantie en hebben ervaring met deze transparantieparadox.

Van kosten transparantie kan een tuchtwerking uitgaan naar partijen in de vermogensbeheerketen. Het niet transparant maken van kosten leidt tot het mogelijk uitsluiten bij uitbestedingen, of tot het opnemen op een 'blacklist', zoals bij Zwitserse pensioenfondsen. Ook kan het voor partijen commercieel aantrekkelijk zijn om zeer transparant te zijn, aangezien kosten een belangrijke kritische factor zijn bij de uitbesteding. De data die door de gehele vermogensbeheerketen nodig is voor het vullen van de verschillende rapportages, is gebaat bij een uniforme definitie van de kosten en bij eenduidige methodologieën voor het berekenen van deze kosten. Dit zou een be-

Het niet transparant maken van kosten leidt tot het mogelijk uitsluiten bij uitbestedingen, of tot het opnemen op een 'blacklist'

ter begrip geven van de kosten en een beter vergelijk tussen organisaties en landen.

De omvang van de Britse en Nederlandse pensioensector geeft ook een voortrekkersrol in Europa waar het aankomt op het zetten van standaarden rond het beheer van pensioenvermogen. Zelfs na een mogelijke Brexit zijn de belangen van de Britse en Nederlandse pensioenfondsen op het gebied van vermogensbeheer gediend bij een gezamenlijke benadering van kosten transparantie, ter invulling van de fiduciare plicht richting de deelnemers van de pensioenfondsen. De regelgeving aan de kant van de vermogensbeheerders onder MiFID II heeft daar al voor de nodige harmonisatie gezorgd. Op het gebied van uitvoeringskosten voor pensioenfondsen kan een zelfde pad worden gevolgd. ●

SEMINARS

Prijs

Pensioenpublicatieprijs VVP: € 3000 voor de winnaar

Nomineer een pensioenpublicatie uit 2018 voor de Pensioenpublicatieprijs van de Vereniging voor Pensioenrecht

De Vereniging voor Pensioenrecht (VVP) heeft onlangs de pensioenpublicatieprijs ingesteld. Die wordt dit jaar voor het eerst uitgereikt, en wel voor de beste publicatie uit het jaar 2018. Met deze prijs wil de VVP de aandacht vestigen op hoogwaardig onderzoek op het gebied van het pensioenrecht en veelbelovende auteurs stimuleren nader onderzoek te doen op dat gebied. De prijs bestaat uit een geldsom van € 3000 en dient te worden besteed aan pensioenjuridisch onderzoek of het mogelijk maken daarvan, bijvoorbeeld door deelname aan een congres in binnen- of buitenland.

Deelnemers worden verzocht hun publicatie vóór 1 april 2019 in te sturen. Iemand anders nomineren kan ook. Een

Inleverdatum: vóór 1 april 2019

Informatie: Meer informatie, waaronder de wijze van inzenden, vindt u op www.vvpensioenrecht.nl. U kunt ook contact opnemen met Sijbren Kuiper (kuiper@vandoorne.com)

deskundige jury beoordeelt de inzendingen. Criteria zijn onder meer de originaliteit van het onderzoek en/of de onderzoeksmethode, nieuwe inzichten, juridische diepgang en praktische toepasbaarheid, wijze van presentatie van de resultaten (vorm, taalgebruik, leesbaarheid en begrijpelijkheid) en maatschappelijke en wetenschappelijke relevantie. De prijs wordt uitgereikt tijdens de junistudiebijeenkomst 2019 van de VVP. De namen van de prijswinnaar en degenen die een eervolle vermelding hebben gekregen, worden vermeld op de website van de VVP.