

Schaaleffecten in de beleggingskosten van pensioenfondsen

De omvang en de beleggingsallocatie van een pensioenfonds bepalen in belangrijke mate de hoogte van de beleggingskosten. Een pensioenfonds dat meer vermogen beheert, heeft aanzienlijk lagere beleggingskosten ten opzichte van het beheerde vermogen. Deze schaalvoordelen treden op bij beleggingen in obligaties, aandelen en grondstoffen, maar niet bij beleggingen in vastgoed, private equity en hedgefondsen. Naast de afweging tussen rendement en risico is het belangrijk dat pensioenfondsen de schaaleardeffecten van de verschillende beleggingscategorieën optimaal benutten.

DIRK BROEDERS

Senior beleidsmedewerker bij De Nederlandsche Bank en bijzonder hoogleraar aan de Universiteit Maastricht

ARCO VAN OORD

Beleidsmedewerker bij De Nederlandsche Bank

DAVID RIJSBERGEN

Senior beleidsmedewerker bij De Nederlandsche Bank

Een efficiënte uitvoering van pensioenregelingen is steeds belangrijker nu het Nederlandse pensioenstelsel geconfronteerd wordt met structurele uitdagingen zoals de vergrijzing en een lage rente. Onderzoek naar beleggingskosten van pensioenfondsen is belangrijk omdat hogere kosten het nettorendement op beleggingen verlagen. Dit leidt tot lagere pensioenen of tot hogere pensioenpremies. Een toename van de jaarlijkse beleggingskosten met één procentpunt leidt bijvoorbeeld tot een 27 procent lagere pensioenuitkering of tot 37 procent hogere premies (Bikker en De Dreu, 2009). Tegen deze achtergrond staan pensioenfondsen onder toenemende druk om transparanter te zijn over kosten. De AFM introduceerde daartoe onlangs een kostenspiegel waarmee pensioenfondsen hun beleggingskosten kunnen afzetten tegen het gemiddelde van de sector (AFM, 2015).

Academisch onderzoek naar schaalvoordelen in beleggingskosten van pensioenfondsen is vooralsnog schaars. Dit is hoofdzakelijk toe te schrijven aan het ontbreken van voldoende gedetailleerde en onderling vergelijkbare gege-

vens over beleggingskosten. Bikker en De Dreu (2009) onderzoeken geaggregeerde bedrijfskosten van Nederlandse pensioenfondsen en vinden sterke schaalvoordelen. Bauer *et al.* (2010) bestuderen beleggingen van Amerikaanse pensioenfondsen in Amerikaanse aandelen en vinden ook bewijs voor het bestaan van schaalvoordelen in beleggingskosten. De auteurs vinden mediane beleggingskosten van 0,27 procent van het beheerde vermogen voor uitkeringsovereenkomsten en 0,51 procent voor premieovereenkomsten. Naast beleggingskosten hebben pensioenfondsen ook administratieve kosten. Hierin zijn duidelijke schaalvoordelen gevonden (Bikker en De Dreu, 2009).

Op basis van uitgebreide data over de beleggingskosten van Nederlandse pensioenfondsen wordt onderzocht of er schaalvoordelen bestaan in de beleggingen van de Nederlandse pensioensector (Broeders *et al.*, 2015). Vervolgens komt de vraag aan bod of de omvang van schaalvoordelen verschilt voor diverse beleggingscategorieën.

HYPOTHESES

De te onderzoeken hypothese is dat beleggingskosten negatief afhangen van de pensioenfondsgrootte. De omvang van een pensioenfonds kan de beleggingskosten op drie manieren beïnvloeden. Ten eerste nemen bepaalde kosten minder dan evenredig toe bij een grotere omvang van het pensioenfonds. Voorbeelden zijn de kosten van beleggingsonderzoek en de kosten van risicobeheer (Bikker en De Dreu, 2009). Grote pensioenfondsen zijn in staat om deze kosten over meer vermogen te spreiden en zodoende te profiteren van schaalvoordelen. Ten tweede is het aannemelijk dat grote pensioenfondsen een sterkere onderhandelingspositie hebben tegenover externe vermogensbeheerders. Ze zijn daarom in staat om over lagere tarieven voor beleggingsmandaten te onderhandelen (Andonov *et al.*, 2011). Ten derde hebben grote pensioenfondsen meer mogelijkheden om het vermogensbeheer op een kosteneffectieve manier intern uit te voeren (Dyck en Pomorski, 2011).

Naast de omvang van het pensioenfonds is het ook interessant om de relatie van beleggingskosten met andere variabelen te onderzoeken. Zo kan het type pensioenfonds van invloed zijn op de beleggingskosten. Er is literatuur die aangeeft dat ondernemingspensioenfondsen door grotere concurrentiedruk op arbeidsvoorwaarden lagere beleggingskosten hebben (Clark en Bennett, 2001). Verder kan ook het type pensioenregeling impact hebben op de beleggingskosten. Op basis van de literatuur is de hypothese dat pensioenfondsen die uitkeringsovereenkomsten uitvoeren lagere kosten hebben dan fondsen die premieovereenkomsten uitvoeren (Bauer *et al.*, 2009). De eerste groep heeft naar verwachting een betere onderhandelingspositie ten opzichte van externe vermogensbeheerders. Tot slot is de relatie met het renteafdekkingsbeleid van pensioenfondsen interessant. Mogelijk zijn pensioenfondsen bereid extra kosten te betalen voor het afdekken van het renterisico op de balans door te beleggen in langlopende obligaties en rentederivaten. Dit verkleint de gevoeligheid van de dekkingsgraad voor renteveranderingen (Broeders *et al.*, 2014).

BEHEERKOSTEN EN PRESTATIEVERGOEDINGEN

Beleggingskosten zijn onder te verdelen naar beheerkosten en prestatievergoedingen (Drago *et al.*, 2010). Onderscheid naar beide vormen is belangrijk omdat ze elk voor een ander doel worden gemaakt. Beheerkosten zijn de kosten voor het professioneel beheren van de beleggingen, zoals de kosten voor het selecteren van vermogenstitels, de uitvoering van het beleggingsbeleid en voor de externe verantwoording hiervan. De beheerkosten zijn vaak een percentage van het vermogen onder beheer. Een externe vermogensbeheerder kan bijvoorbeeld een jaarlijkse *fee* rekenen van 0,5 procent van het beheerde vermogen. Prestatievergoedingen zijn een prikkel voor professionele vermogensbeheerders om extra rendement te genereren. Prestatievergoedingen zijn veelal een functie van de behaalde rendementen. De berekening vindt plaats als een percentage van het behaalde rendement ten opzichte van het rendement op een benchmark.

DATA EN METHODE

De diepgaande analyse van de beleggingskosten van Nederlandse pensioenfondsen is gebaseerd op een unieke en uitgebreide dataset van DNB met beleggingskosten van 225 pensioenfondsen in 2013 (Broeders *et al.*, 2015). Deze pensioenfondsen zijn goed voor ongeveer 98 procent van het totale beheerde vermogen in de Nederlandse pensioensector en vertegenwoordigen daarmee een brede verscheidenheid aan pensioenfondsen. De dataset maakt onderscheid naar twee kostencomponenten – beheerkosten en prestatievergoedingen – voor zes beleggingscategorieën: obligaties, aandelen, vastgoed, private equity, hedgefondsen en grondstoffen.

Het onderzoek maakt gebruik van enkelvoudige lineaire regressie. Hierbij worden de verschillende typen beleggingskosten (totale kosten, beheerkosten en prestatievergoedingen als percentage van het beheerde vermogen) verklaard uit de logaritme van dit beheerde vermogen. Daarnaast zijn verschillende controlevariabelen in de regressie opgenomen, zoals het type pensioenfonds, het type pensioenregeling en de gemiddelde looptijd van de vastrentende beleggingen en rentederivaten. Ook is de beleg-

gingsallocatie van een pensioenfonds als verklarende variabele opgenomen. Op die manier vindt een correctie plaats voor het gegeven of een pensioenfonds in duurdere of juist in goedkopere beleggingscategorieën investeert. Voor het schatten van niet-lineaire verbanden maakt het onderzoek gebruik van *piecewise lineair* regressies. Hierbij wordt over twee of meer deelverzamelingen van de data een lineaire regressie geschat.

OVERZICHT VAN BELEGGINGSKOSTEN

Tabel 1 geeft een overzicht van de totale kosten op pensioenfondsniveau en voor de zes belangrijkste beleggingscategorieën. De tabel geeft de gemiddelde kosten, onderverdeeld naar totale kosten, beheerkosten en prestatievergoeding. De beleggingsallocatie geeft aan hoeveel een gemiddeld pensioenfonds in een betreffende categorie belegt.

De gemiddelde beleggingskosten op portefeuilleniveau van de 225 pensioenfondsen in de steekproef bedraagt 0,42 procent van het beheerde vermogen. Tien procent van de pensioenfondsen in de steekproef rapporteren kosten minder dan 0,19 procent, terwijl bij tien procent van de fondsen de jaarlijkse beleggingskosten meer dan 0,65 procent bedragen.

Tevens verdeelt tabel 1 de totale beleggingskosten onder in beheerkosten en prestatievergoedingen. Pensioenfondsen betaalden in 2013 gemiddeld 0,39 procent van het beheerde vermogen aan beheerkosten tegenover slechts 0,03 procent aan prestatievergoedingen. De kosten voor obligaties bedragen gemiddeld 0,21 procent van het beheerde vermogen. Daarmee zijn obligaties de beleggingscategorie met

Beleggingskosten per beleggingscategorie in procenten van het beheerde vermogen, 2013

TABEL 1

	Gemiddelde kosten	Minimum 10 ^e percentiel	Maximum 90 ^e percentiel	Beleggingsallocatie
Totaal	0,42	0,19	0,65	
Beheerkosten	0,39	0,18	0,60	
Prestatievergoeding	0,03	0,0	0,11	
Obligaties	0,21	0,10	0,31	61,8
Beheerkosten	0,20	0,09	0,31	
Prestatievergoeding	0,01	0,0	0,02	
Aandelen	0,34	0,11	0,62	30,2
Beheerkosten	0,32	0,10	0,59	
Prestatievergoeding	0,02	0,0	0,07	
Vastgoed	0,73	0,21	1,34	5,0
Beheerkosten	0,70	0,21	1,32	
Prestatievergoeding	0,03	0,0	0,07	
Private equity	2,74	0,88	5,26	0,9
Beheerkosten	2,17	0,72	3,37	
Prestatievergoeding	0,57	0,16	2,20	
Hedgefondsen	2,68	0,76	4,43	0,9
Beheerkosten	1,81	0,76	2,73	
Prestatievergoeding	0,86	0,0	2,04	
Grondstoffen	0,49	0,13	0,90	1,2
Beheerkosten	0,48	0,13	0,89	
Prestatievergoeding	0,01	0,0	0,0	

Schaalvoordelen beleggingskosten, in basispunten van het totaal belegde vermogen van een pensioenfonds

TABEL 2

	Totale beleggingskosten	Beheerkosten	Prestatievergoeding
Logaritme belegd vermogen	-7,67***	-7,81***	0,14
Ondernemingspensioenfondsen	7,33***	8,04***	-0,71
Beroepspensioenfondsen	9,83*	6,32	3,51
Premieovereenkomst	1,44	4,15	-2,71
Gemiddelde looptijd obligaties	-2,99***	-2,88***	-0,11
Gemiddelde looptijd rentederivaten	0,00	0,11	-0,11
N	225	225	225
R ²	0,541	0,449	0,407

*/**/** Significant op respectievelijk tien-, vijf- en eenprocentniveau

de laagste gemiddelde kosten in onze steekproef. Voor aandelen zijn de gemiddelde totale kosten 0,34 procent van het beheerde vermogen. Dit is hoger dan de 0,27 procent die Bauer *et al.* (2010) rapporteren. De logische verklaring voor het verschil is dat Bauer *et al.* (2010) alleen naar de beleggingen in Amerikaanse aandelen kijken, waar de handel relatief goedkoop is. De onderhavige studie beschouwt alle aandelen, inclusief die van opkomende markten waarvan de handel gepaard gaat met hogere kosten.

SCHAALVOORDELEN OP PENSIOENFONDSNIVEAU

Tabel 2 toont de resultaten van schaalvoordelen op pensioenfondsniveau. Het belangrijkste resultaat is een negatief verband tussen beleggingskosten en de omvang van een pensioenfonds. Een pensioenfonds dat tien keer groter is in termen van beheerd vermogen, heeft op jaarbasis gemiddeld 8 basispunten (0,08 procentpunt) lagere beleggingskosten (ten opzichte van het beheerde vermogen). Dit ondersteunt de hypothese dat grote pensioenfondsen profiteren van schaalvoordelen. Wat verder opvalt is dat de beheerkosten volledig verantwoordelijk zijn voor de schaalvoordelen. Voor prestatievergoedingen is geen bewijs voor het bestaan van schaalvoordelen.

Een andere belangrijke bevinding in tabel 2 is dat

ondernemingspensioenfondsen gemiddeld 7 basispunten hogere beleggingskosten rapporteren dan bedrijfstakpensioenfondsen. Die laatste zijn in deze regressie als referentiegroep gebruikt. Het verband is statistisch significant na correctie voor omvang en verschillen in de beleggingsallocatie. Dit spreekt de eerder geformuleerde hypothese tegen. Een mogelijke reden hiervoor is dat ondernemingspensioenfondsen meer afhankelijk zijn van externe, commerciële vermogensbeheerders. De hogere kosten kunnen daarom duiden op grotere belangentegenstellingen tussen ondernemingspensioenfondsen en vermogensbeheerders. Daarentegen zijn bedrijfstakpensioenfondsen vaak de enige aandeelhouder van hun eigen pensioenuitvoeringsorganisatie en hebben daardoor mogelijk minder belangentegenstellingen. Verder is er geen statistisch verschil in beleggingskosten tussen premieovereenkomsten en uitkeringsovereenkomsten. Ook dit is dus in tegenspraak met de hypothese. Hierbij is wel aangetekend dat het aantal premieovereenkomsten in de steekproef klein is.

Tabel 2 geeft ook inzicht in de kosten van renterisico-beheersing. Pensioenfondsen beheersen hun renterisico op de balans veelal door te beleggen in langlopende obligaties en door gebruik te maken van rentederivaten. Een toename van de gemiddelde looptijd van de obligatieportefeuille met één jaar gaat gepaard met een afname in de totale beleggingskosten met 3 basispunten. Blijkbaar heeft het reduceren van renterisico ook kostenvoordelen. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat een obligatieportefeuille met een hogere gemiddelde looptijd jaarlijks minder herinvesteringen vergt dan een portefeuille met een korte looptijd. De lagere benodigde herinvesteringen gaan gepaard met lagere kosten. Een toename van de gemiddelde looptijd van de portefeuille door het gebruik van rentederivaten blijkt verder niet gepaard te gaan met een significante toe- of afname van de kosten.

SCHAALVOORDELEN PER BELEGGINGSCATEGORIE

Tabel 3 laat zien dat er belangrijke verschillen bestaan in de gevonden schaalvoordelen per beleggingscategorie. Zo is er een significant negatief verband tussen de totale beleggingskosten en de portefeuilleomvang voor obligaties, aandelen en grondstoffen. De verklaring hiervoor is dat dit betrekkelijk eenvoudige en gestandaardiseerde beleggings-

Schaalvoordelen beleggingskosten per beleggingscategorie, in basispunten van het beheerd vermogen

TABEL 3

	Obligaties	Aandelen	Vastgoed	Private equity	Hedgfondsen	Grondstoffen
Logaritme belegd vermogen	-4,76***	-7,75***	14,55***	-0,18	15,86	-21,57***
Ondernemingspensioenfondsen	5,12***	4,75	24,31***	46,85	-10,90	15,39*
Beroepspensioenfondsen	3,98	4,83	1,49	39,97	53,83	8,06
Premieovereenkomst	3,64	3,77	27,04**	-72,35	-51,04	-9,61
Gemiddelde looptijd obligaties	-1,47***					
Gemiddelde looptijd rentederivaten	-0,05					
N	222	223	180	71	57	90
R ²	0,340	0,108	0,234	0,021	0,029	0,159

*/**/** Significant op respectievelijk tien-, vijf- en eenprocentniveau

categorieën zijn. Ze zijn daardoor makkelijk op te schalen naar een grotere omvang zonder dat de kosten evenredig toenemen. Figuur 1 kijkt in meer detail naar de relatie tussen kosten en omvang van aandelenbeleggingen en laat zien dat dit verband niet-lineair is. De schaafeffecten zijn groter voor kleine pensioenfondsen dan voor grote pensioenfondsen. Dit is zichtbaar aan het geknikte verloop van de piecewise lineaire regressievergelijking in figuur 1. Ook voor de andere beleggingscategorieën bestaan niet-lineaire verbanden (Broeders *et al.*, 2015).

Tabel 3 laat zien dat er voor meer alternatieve beleggingscategorieën zoals vastgoed, private equity en hedgefondsen geen schaalvoordelen zijn. Een mogelijke verklaring is dat dezelfde beleggingen minder gemakkelijk op te schalen zijn naar een grotere omvang. Het vergroten van de omvang van de (directe) vastgoedportefeuille vereist bijvoorbeeld nieuwe gebouwen, kantoren of winkels. Opmerkelijk is dat voor vastgoed schaalnadelen worden gevonden. Een vertienvoudiging van de beleggingen in vastgoed verhoogt de beleggingskosten in deze categorie met 15 basispunten. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat veel pensioenfondsen via aandelenbeleggingsfondsen ook kleine investeringen in beursgenoteerd vastgoed verkrijgen, waarvoor andere rapportagevoorschriften gelden. Voor beursgenoteerd vastgoed hoeven de pensioenfondsen de kosten van het vastgoedfonds niet te rapporteren, terwijl dat voor niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen wel moet. De exposure via aandelenfondsen naar vastgoed is veelal klein, waardoor juist voor kleine belangen in vastgoed lage kosten worden gerapporteerd met als mogelijk gevolg de gevonden schaalnadelen.

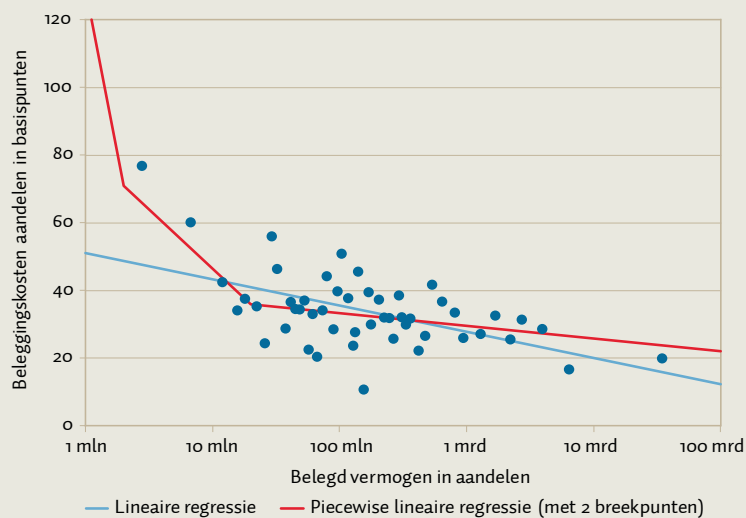
Het blijkt verder dat er schaalnadelen bestaan bij prestatievergoedingen voor private equity en hedgefondsen (niet gerapporteerd in de tabellen). Voor deze beleggingscategorieën geldt dat een vertienvoudiging van de omvang van de portefeuille leidt tot een toename in de prestatievergoedingen met respectievelijk 41 en 33 basispunten van het beheerde vermogen. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat grotere pensioenfondsen betere toegang hebben tot de beste hedgefondsen en private equity beleggers.

CONCLUSIE

De beleggingskosten hangen negatief samen met de omvang van een pensioenfonds. Een pensioenfonds dat tien maal groter is in termen van beheerd vermogen, heeft gemiddeld 8 basispunten lagere jaarlijkse beleggingskosten van het beheerde vermogen. Deze schaalvoordelen worden volledig gedreven door beheerkosten. Wel verschillen de schaalvoordelen per beleggingscategorie. Er bestaan schaalvoordelen bij beleggingen in obligaties, aandelen en grondstoffen. Een mogelijke verklaring is dat dit betrekkelijk eenvoudige en gestandaardiseerde beleggingscategorieën zijn die daardoor makkelijk op te schalen zijn naar een grotere omvang zonder dat de kosten evenredig toenemen. Daarentegen zijn er geen schaalvoordelen voor beleggingen in alternatieve beleggingscategorieën, zoals vastgoed, private equity en hedgefondsen.

Naast het belang van grote, kostenefficiënte pensioenfondsen levert dit onderzoek vooral een bijdrage aan het inzicht in de verschillende componenten van de kostenstructuur per beleggingscategorie. Hier is grote diversiteit

Schaafeffecten bij aandelenportefeuilles¹

FIGUUR 1


¹ De bolletjes geven omwille van vertrouwelijkheid steeds de gemiddelde aandelenbeleggingskosten van vijf pensioenfondsen met vergelijkbare omvang.

in. Een van de belangrijkste verantwoordelijkheden van een pensioenfondsbestuur betreft de beleggingsallocatie. Naast de afweging tussen rendement, risico en onderlinge samenhang is het belangrijk dat pensioenfondsen de schaafeffecten van de verschillende beleggingscategorieën optimaal benutten. Om daarmee een goed pensioenresultaat voor deelnemers te bereiken in een vergrijzende samenleving met een lage rente.

LITERATUUR

- AFM (2015) *Vermogensbeheer- en transactiekosten pensioenfondsen in beeld: Bekeken per grootteklasse pensioenfonds en in relatie tot de eigen beleggingsmix*. Tekst op www.afm.nl.
- Andonov, A., R.M.M.J. Bauer en K.J.M. Cremers (2011) *Can large pension funds beat the market? Asset allocation, market timing, security selection and the limits of liquidity*. Werkdocument aan de Universiteit Maastricht.
- Bauer, R.M.M.J., K.J.M. Cremers en R.G.P. Frehen (2010) *Pension fund performance and costs: small is beautiful*. Werkdocument aan de Universiteit Maastricht.
- Bikker, J.A. en J. de Dreu (2009) *Operating costs of pension funds: the impact of scale, governance and plan design*. *Journal of Pensions, Economics and Finance*, 8(1), 863–889.
- Broeders, D.W.G.A., P.L.C. Hilbers, D.R. Rijsbergen en N. Shen (2014) *What drives pension indexation in turbulent times? An empirical examination of Dutch pension funds*. *De Economist*, 162(1), 41–70.
- Broeders, D.W.G.A., J.A. van Oord en D.R. Rijsbergen (2015) *Scale economies in pension fund investments: a dissection of investment costs across asset classes*. *DNB Working Paper*, 474.
- Clark, G.L. en P. Bennett (2001) *Dutch sector-wide supplementary pensions: fund governance, European competition policy, and the geography of finance*. *Environment and Planning*, 33(1), 27–48.
- Drago, D., V. Lazzari en M. Navone (2010) *Mutual fund incentive fees: determinants and effects*. *Financial Management*, 39(1), 365–392.
- Dyck, A. en L. Pomorski (2011) *Is bigger better? Size and performance in pension plan management*. Working paper aan de University of Toronto.