

**CEM Benchmarking -
Analyse Nederlandse Pensioenfondsen
2011**

6 februari, 2013

CEM Benchmarking Inc.
372 Bay Street, Suite 1000, Toronto, ON M5H 2W9
Tel: +1 416 369-0568 Fax: +1 416 369-0879
www.cembenchmarking.com



Alle rechten voorbehouden. Copyright 2013 CEM Benchmarking Inc. Hoewel de informatie in dit rapport gebaseerd is op en verkregen van bronnen waarvan wij geloven dat ze betrouwbaar zijn, garandeert CEM niet de accuraatheid of volledigheid ervan. De inhoud van dit document is eigendom van de eigenaars en vertrouwelijk en mag niet onthuld worden aan derden zonder de expliciete schriftelijke toestemming van zowel CEM als de Pensioenfederatie.

Inhoudsopgave

Management samenvatting	2
Pensioenbeheer: onderzoeksresultaten	
Deelnemers	5
Totale kosten	7
Trends in kosten	8
Regressie en schaalvoordelen	9
Transactie Volumes	11
Callcenter service score	12
Website service score	13
Vermogensbeheer: onderzoeksresultaten	
Survey deelname	15
Brutorendement, normrendement en toegevoegde waarde	16
Rendement, benchmarks en toegevoegde waarde naar asset class	18
Regiovergelijking rendement en toegevoegde waarde	19
Risicoanalyse	20
Implementatiestijl	21
Werkelijke holdings versus policy mix	22
Vergelijking asset mix naar regio	23
Nederlandse vermogensbeheerkosten naar asset class	24
Oversight, custody en overige vermogensbeheerkosten	25
De benchmarkvergelijking	26
Correlatie bruto toegevoegde waarde en kosten	27

Management samenvatting

Dit rapport bevat de bevindingen van onderzoek door CEM Benchmarking naar kosten en prestaties van Nederlandse pensioenfondsen in vergelijking met fondsen wereldwijd met betrekking tot pensioenbeheer en vermogensbeheer.

In totaal namen 40 Nederlandse fondsen deel aan het pensioenbeheeronderzoek. Deze 40 fondsen vertegenwoordigen samen 3.916.576 actieve deelnemers en pensioengerechtigden. Daarnaast namen 47 fondsen met een gecombineerd belegd vermogen van ruim 585,6 miljard euro deel aan het vermogensbeheeronderzoek. Van deze fondsen namen 33 fondsen deel aan beide onderzoeken.

Pensioenbeheer

Het eerste gedeelte behandelt pensioenbeheer waarbij de relatieve prestatie van de Nederlandse pensioenfondsen wordt vergeleken met fondsen wereldwijd op basis van deelnemersaantallen, pensioenbeheerkosten per actieve deelnemer en pensioengerechtigde, transactievolumes en twee vereenvoudigde service scores, te weten callcenter en website.

- Het Nederlands gemiddelde voor het totaal aantal actieve deelnemers en pensioengerechtigden was 146.916. Dit was onder het wereldwijde gemiddelde van 494.632.
- Het Nederlands gemiddelde voor pensioenbeheerkosten per actieve deelnemer en pensioengerechtigde was €243. Dit was boven het wereldwijde gemiddelde van €103.
- Het Nederlands gemiddelde pensioenbeheerkosten per actieve deelnemer en pensioengerechtigde voor de bedrijfstakpensioenfondsen was €129. Voor ondernemingspensioenfondsen lag dit gemiddelde op €351.
- De gemiddelde pensioenbeheerkosten per actieve deelnemer en pensioengerechtigde waren van 2008 tot en met 2011 met gemiddeld 10,0% gestegen per jaar voor de Nederlandse fondsen. Dit was boven de wereldwijde gemiddelde toename van 5,2% per jaar.
- Fondsen wereldwijd hebben schaalvoordelen ten opzichte van de Nederlandse fondsen.
- Nederlandse fondsen hadden gemiddeld lagere transactie volumes dan de fondsen wereldwijd (exclusief website transacties).
- De gemiddelde callcenter service score voor het Nederlands universum was 81. Dit was hoger dan het wereldwijde gemiddelde van 72.
- De website service score voor het gemiddelde Nederlandse fonds was 48. Dit was onder het wereldwijde gemiddelde van 68.

Management samenvatting - vervolg

Vermogensbeheer

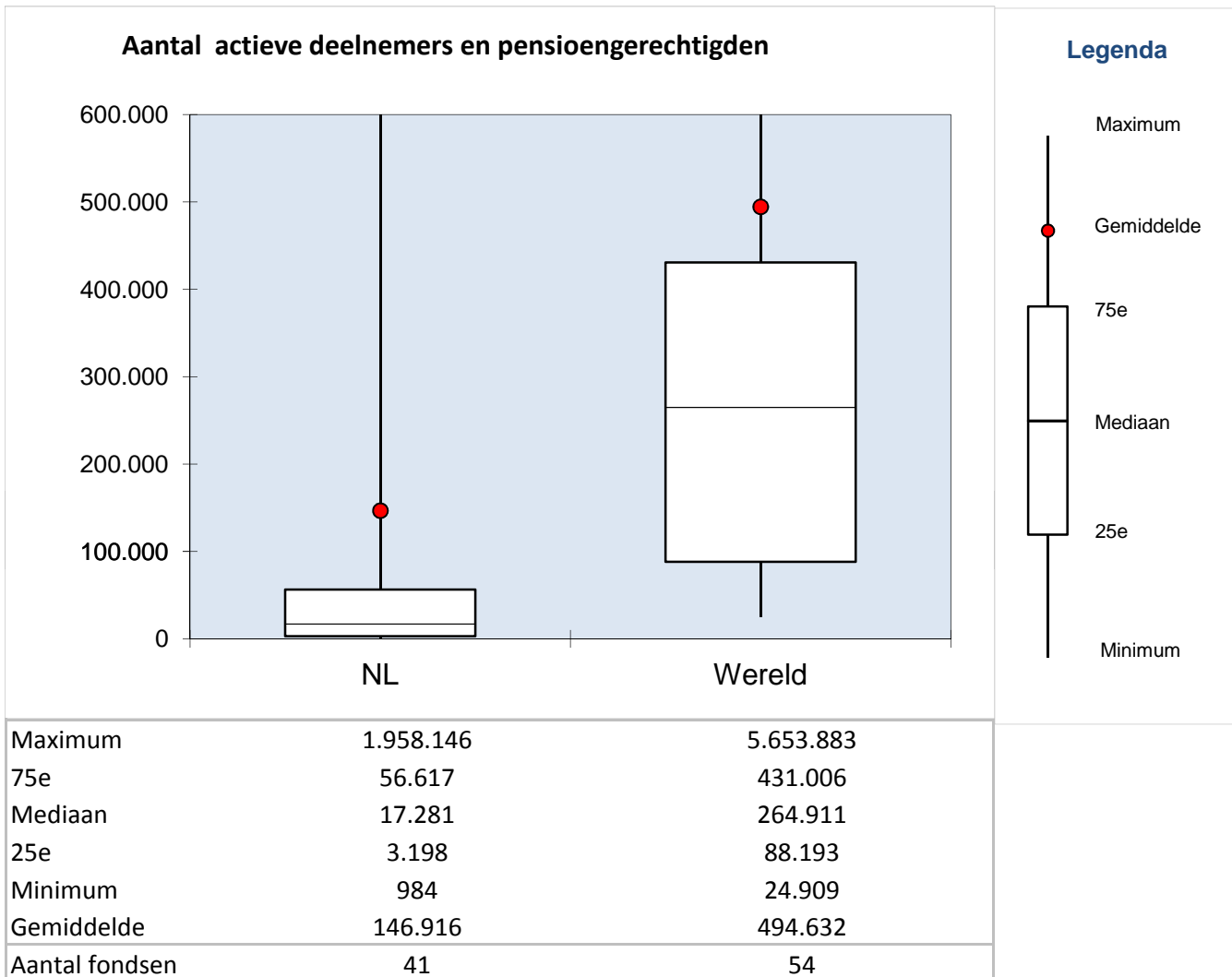
Het tweede gedeelte van het rapport behandelt vermogensbeheer waarbij de kosten en prestaties van leden worden beoordeeld op basis van rendement, toegevoegde waarde, kosten en risiconiveau. Kosten analyse wordt gedaan aan de hand van een vergelijking met alle deelnemende fondsen en een door regressie-analyse verkregen kostenbenchmark. In de bepaling van de kostenbenchmark werd rekening gehouden met fondsomvang, asset allocatie en het land van oorsprong. Uit de CEM studie blijkt dat:

- Het gemiddelde brutorendement van 8,9% voor Nederlandse fondsen in 2011 hoger was dan gemiddelde brutorendementen in Europa, de V.S. en fondsen wereldwijd.
- Met een minimum brutorendement van - 3,7% en een maximum van 19,1% kan gesteld worden dat er veel variatie was in de prestaties van Nederlandse fondsen.
- Nederlandse fondsen een gemiddeld normrendement van 7,4% en een gemiddelde bruto toegevoegde waarde van 1,5% hadden. Dit lag boven de gemiddelde toegevoegde waarde van fondsen in Europa, de V.S. en wereldwijd in 2011.
- Nederlandse fondsen verhoudingsgewijs minder vermogen hadden geïnvesteerd in aandelen en een hogere allocatie hadden naar vastrentende waarden dan fondsen in Europa, de V.S. en wereldwijd.
- De gemiddelde totale kosten voor Nederlandse fondsen gelijk waren aan 42 basis punten van het gemiddeld belegd vermogen. Dit kan worden verdeeld in directe vermogensbeheerkosten van 35,2 bps en bestuurskosten van 6,8 bps. Dit was onder het niveau van fondsen in Europa, de V.S. en wereldwijd.
- Uit CEM onderzoek blijkt dat er geen empirisch bewijs bestaat voor een positieve correlatie tussen kosten en toegevoegde waarde.

Pensioenbeheer: onderzoeksresultaten

Deelnemers

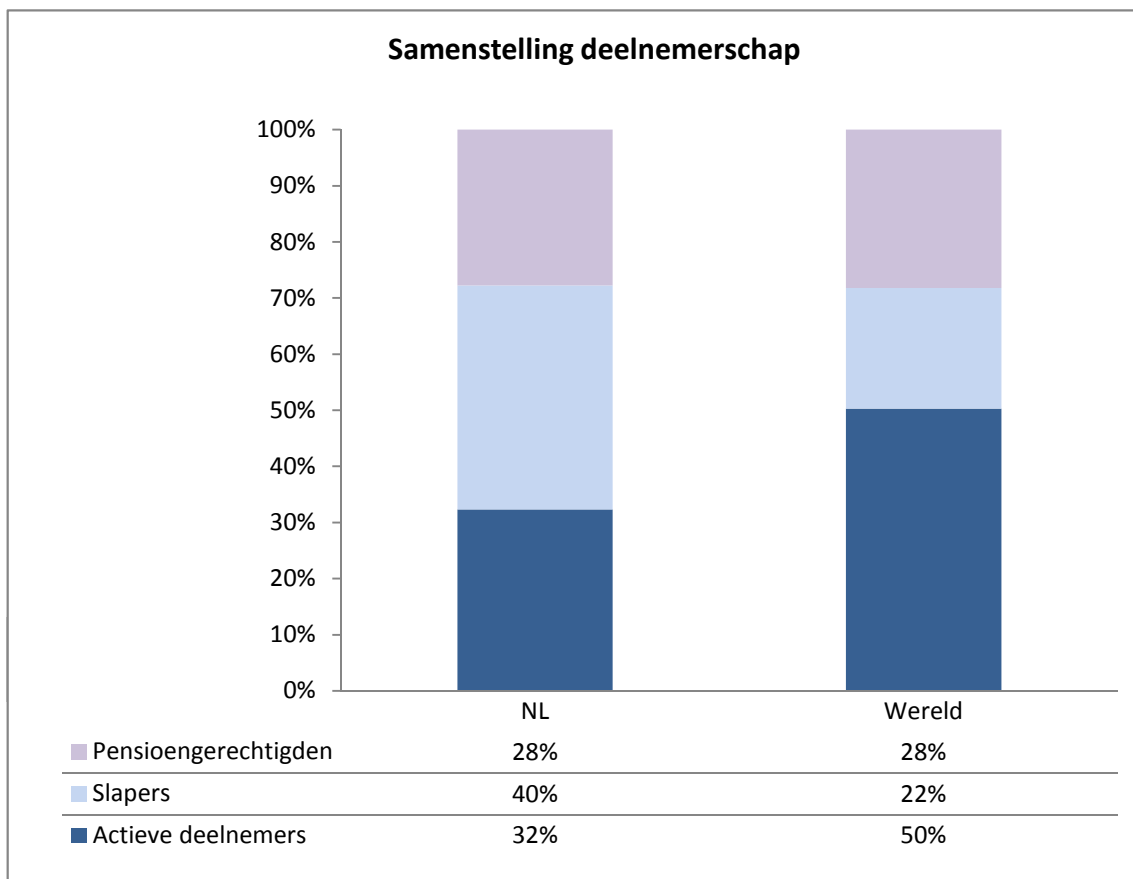
Het Nederlands gemiddelde voor het totaal aantal actieve deelnemers en pensioengerechtigden was 146.916. Dit was onder het wereldwijde gemiddelde van 494.632 actieve deelnemers en pensioengerechtigden. Een vijftal fondsen, waaronder twee Nederlandse fondsen, hadden meer dan 1.000.000 actieve deelnemers en pensioengerechtigden.



Deelnemersaantallen zijn een belangrijke drijfveer van kosten. Met een hoger aantal deelnemers kunnen de kosten gespreid worden over een bredere basis. Fondsen met meer deelnemers profiteren van schaalvoordelen en hebben daardoor lagere vaste kosten per deelnemer.

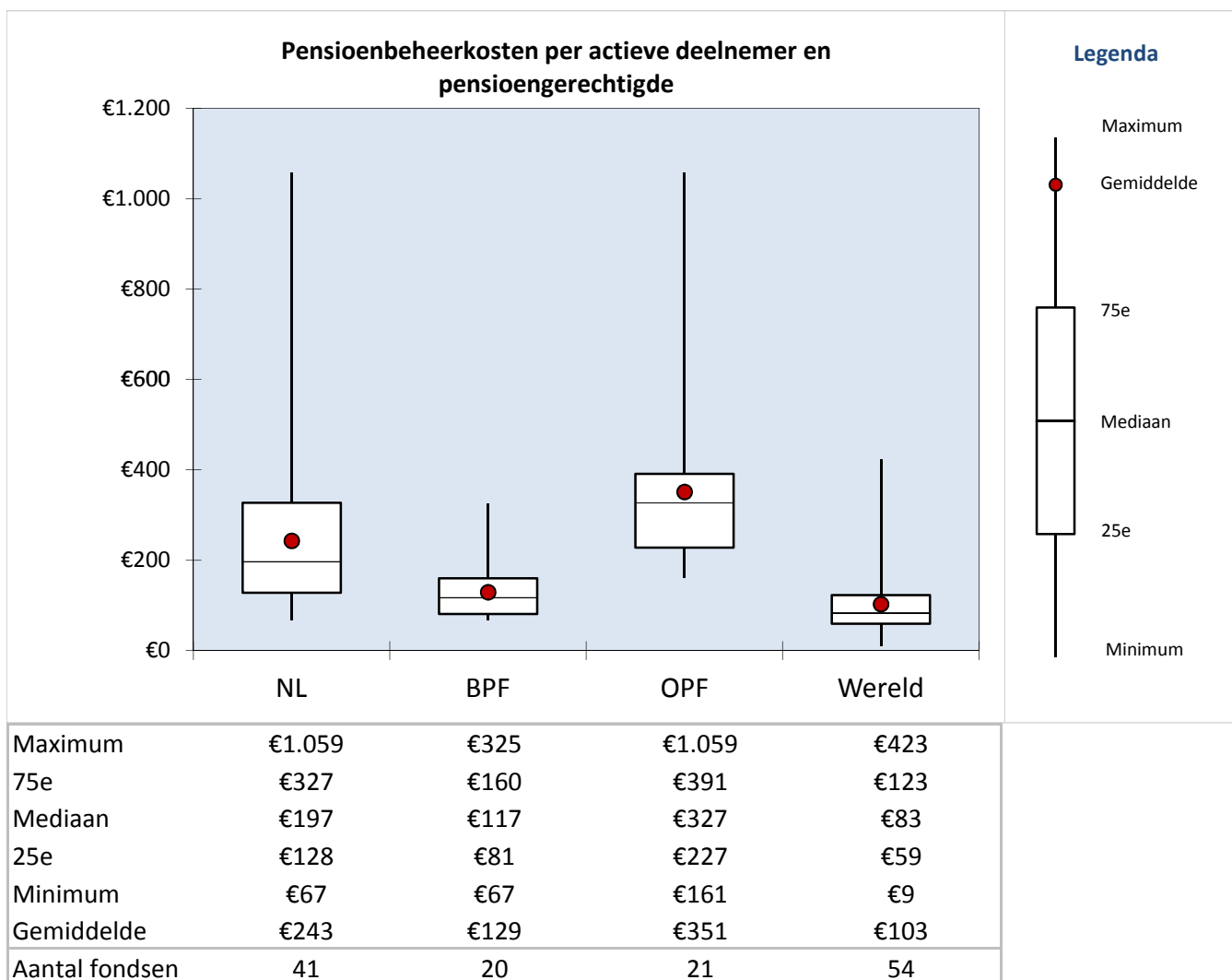
Samenstelling deelnemers

In het onderstaande diagram is de relatieve verhouding tussen actieve deelnemers, gewezen deelnemers en pensioengerechtigden te zien. De Nederlandse fondsen hebben een hoger percentage slapers in vergelijking met fondsen wereldwijd.



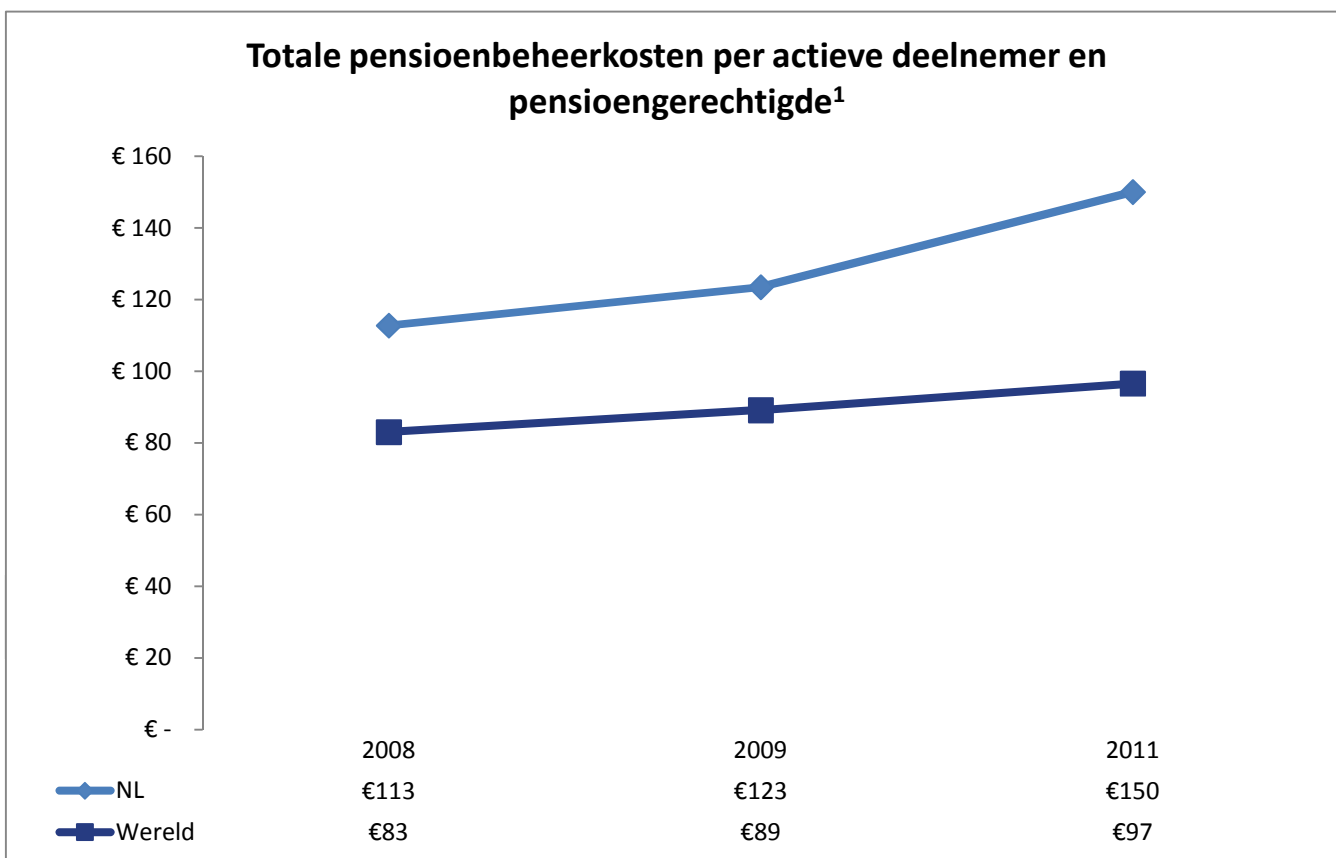
Totale kosten

Het Nederlands gemiddelde voor pensioenbeheerkosten per actieve deelnemer en pensioengerechtigde is €243. Dit is boven het wereldwijde gemiddelde van €103 per actieve deelnemer en pensioengerechtigde. Dit heeft mede te maken dat in het 2011 onderzoek meer kleinere fondsen participeerden in het Nederlandse onderzoek dan voorgaande jaren. Maken we een onderscheid tussen bedrijfstakpensioenfondsen (BPF) en ondernemingspensioenfondsen (OPF) dan is te zien dat de hogere kosten vooral door de ondernemingspensioenfondsen gedragen worden. Het gemiddelde voor pensioenbeheerkosten per actieve deelnemer en pensioengerechtigde is €129 voor bedrijfstakpensioenfondsen. Dit gemiddelde ligt voor ondernemingspensioenfondsen op €351.



Trends in kosten

De totale pensioenbeheerkosten per actieve deelnemer en pensioengerechtigde waren de afgelopen jaren met gemiddeld 10,0% per jaar gestegen voor het gemiddelde Nederlandse fonds, van gemiddeld €113 in 2008 naar €150 in 2011. De kosten wereldwijd waren gemiddeld met 5,2% per jaar gestegen, van gemiddeld €83 in 2008 naar €97 in 2011.



¹ De berekening van de trendlijn met betrekking tot de totale pensioenbeheerkosten is gebaseerd op de 16 Nederlandse fondsen die de afgelopen 3 benchmark jaren hebben deelgenomen.

Regressie resultaten

Gemiddelde vaste kosten nemen af naarmate het totaal aantal actieve deelnemers en pensioengerechtigden toeneemt. Grotere fondsen hebben schaalvoordelen ten opzichte van kleinere fondsen. De resultaten van de regressie laten zien dat 55% van de onderlinge verschillen in kosten tussen fondsen kan worden verklaard aan de hand van verschillen in het totaal aantal actieve deelnemers en pensioengerechtigden.

De regressie toont aan dat voor elke tienvoudige toename in het aantal actieve deelnemers en pensioengerechtigden, de totale kosten per deelnemer met €128 dalen. Schaalvoordelen spelen met name een rol wanneer een fonds minder dan 100.000 actieve deelnemers en pensioengerechtigden heeft. Boven de 100.000 actieve deelnemers en pensioengerechtigden neemt het effect van schaalvoordelen snel af. Op een gegeven moment is het effect zelfs nagenoeg nihil.

Regressie Resultaten								
Onafhankelijke variabelen	Nederlandse fondsen				Alle deelnemers			
	#	coefficient	't' statistiek	r-kwadraat ²	#	coefficient	't' statistiek	r-kwadraat ²
Totaal aantal deelnemers: log10 van actieve deelnemers en pensioengerechtigden	41	-149,6	-6,1	49%	95	-128,3	-10,8	55%

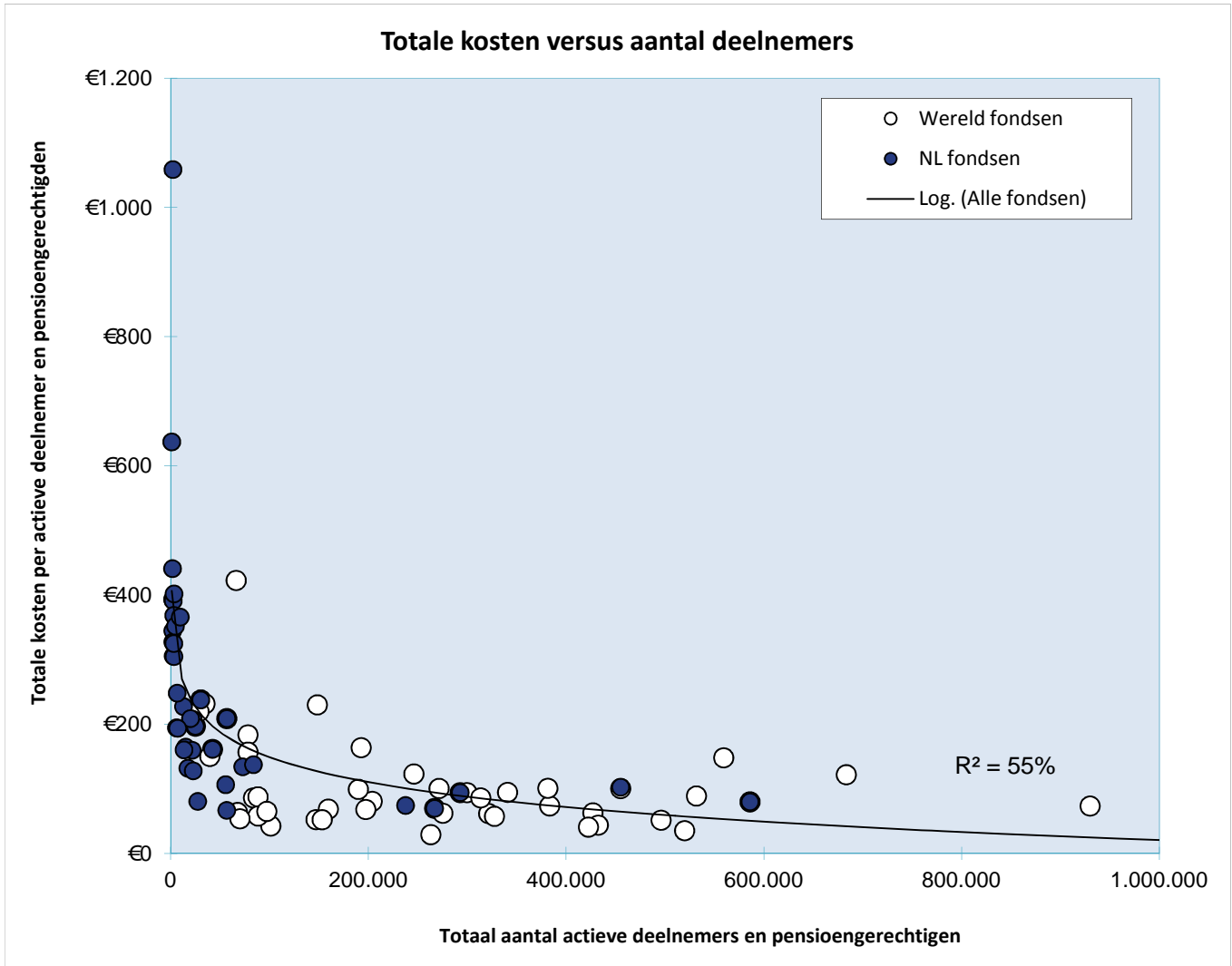
1. De 't' statistiek geeft aan of een variabele al dan niet bruikbaar is bij het verklaren van kosten. In het algemeen geeft een t-statistiek met een absolute waarde groter dan 1,8 (d.w.z. hetzij minder dan -1,8 of groter dan +1,8) aan dat de variabele significant is.

2. De r-kwadraat geeft aan hoeveel verschillen in kosten door een variabele worden verklaard. Hoe groter de r-kwadraat, hoe groter de voorspellende kracht. Bijvoorbeeld een r-kwadraat van 49% betekent dat 49% van de kostenverschillen worden verklaard door de variabele alleen.

Naast het aantal deelnemers zijn ook transactie volumes en serviceniveau van invloed op kosten. Hoe groter het aantal transacties (bijvoorbeeld: het toekennen van een pensioen, het afronden van een waardeoverdracht, etc.) dat een fonds verricht per deelnemer, hoe hoger de kosten. Transactie volumes worden op bladzijde 13 van dit rapport besproken. Ook het serviceniveau dat een fonds biedt aan haar deelnemers is van invloed op de kosten. Voor boekjaar 2011 waren service vragen voor callcenter en website een onderdeel van het onderzoek. Dit waren vereenvoudigde scores, gebaseerd op een beperkt aantal vragen, maar het geeft een indicatie hoe de serviceniveaus voor callcenter en website van de Nederlandse fondsen er voor staan in vergelijking met de fondsen wereldwijd.

Schaalvoordelen

Uit de grafiek blijkt dat de wereldwijde fondsen in de CEM database gemiddeld groter zijn dan de Nederlandse fondsen. Hierdoor hebben de fondsen wereldwijd meer profijt van schaalvoordelen dan de Nederlandse fondsen.



Vijf fondsen, waaronder twee Nederlandse fondsen, hebben meer dan 1.000.000 deelnemers. Deze fondsen worden niet afgebeeld in de grafiek.

Transactie volumes per activiteit

De onderstaande tabel laat voor elk van de directe pensioenactiviteiten zien waar Nederlandse fondsen gemiddeld meer of minder transacties hadden dan fondsen wereldwijd. Voor sommige activiteiten worden deelnemers als een proxy gebruikt voor de berekening van de transactie volumes. Bijvoorbeeld: voor werkgevers en gegevensbeheer zou men verwachten dat het aantal werkgevers invloed heeft op de transactie volumes, maar uit CEM onderzoek blijkt dat deze gedreven worden door deelnemers.

Vergelijking van Transactie Volumes per Activiteit		
Transactie (or Kosten Drijfveer)	Transactie volume per 1.000 actieve deelnemers en pensioengerechtigden	
	NL gemiddelde	Wereld gemiddelde
1. Deelnemer transacties		
a. Pensioenbetalingen (Pensioengerechtigden)	457	358
b. Toekenningen nieuwe pensioengerechtigden		
Toekenningen Ouderdomspensioen	30	
Toekenningen VUT/Flex	3	
Toekenningen Arbeidsongeschiktheidspensioen	0	
Toekenningen partner- en nabestaandenpensioen	9	—
	43	42
c. Uitgaande waardeoverdrachten en afkopen	27	21
d. Inkomende waardeoverdrachten en inkopen	9	13
2. Communicatie met deelnemers		
a. Inkomende telefoongesprekken	297	542
b. Inkomende e-mails	154	54
c. Inkomende brieven	314	466
d. Massa communicatie (Actieve deelnemers en pensioengerechtigden)	1.000	1.000
e. Website bezoekers	1.620	n.v.t.
3. Werkgevers en gegevensbeheer		
a. Gegevens en geld via werkgevers (Actieve deelnemers)	543	642
b. Service aan werkgevers (Actieve deelnemers)	543	642
c. Gegevens niet via werkgevers (Actieve- en gewezen deelnemers, pensioengerechtigden)	1.792	1.353
Gewogen Totaal	39.483	42.287

Callcenter: vereenvoudigde service score

Het Nederlands gemiddelde voor de callcenter service score was 80 op een totaal van 100. Dit was boven het wereldwijde gemiddelde van 72.

De call center service score gebruikt in dit rapport is een vereenvoudigde versie van de service score die wij hanteren in onze uitgebreide rapportage. Deze scores kunnen dan ook niet met elkaar worden vergeleken. Echter, de onderstaande scores bieden een goede indicatie van de service in vergelijking met de fondsen wereldwijd.

Berekening van de score		NL gegevens	NL score	Wereld score
+ 10	indien uw call center tenminste 50 uur per week open is, anders 10 - 0.5 x voor ieder uur onder de 50 uur per week [tot een minimum score van 0]	44,0	6,9	7,7
- 15	indien u geen wachtrij heeft en een service medewerker kan niet direct bereikt worden (de deelnemer krijgt een voicemail, een bezetton, wordt teruggestuurd naar een receptionist)	44% ja	-5,7	-1,1
+ 40	indien u een wachtrij heeft en deelnemers binnen 20 seconden een deskundig persoon aan de lijn krijgen, anders 45 - 0,25 X gemiddelde aantal seconden wachttijd [tot een minimum score van 0]	32,3	38,4	29,9
+ 30	indien geen menu(lagen), anders 25 indien 1 menulaag, 15 indien 2 menulagen, 10 indien 3 menulagen, 0 indien meer dan 3 menulagen	1,3	28,2	20,2
- 10	indien een receptionist het eerste contactpunt is.	0% ja	0,0	-0,7
+ 20	X het aantal keren dat u 'ja' antwoordde op de CRM vragen op de volgende pagina's gedeeld door het aantal die op u van toepassing zijn	13,1	12,8	15,6
Totale score			80,5	71,6

Website service score

De gemiddelde website service score voor de Nederlandse fondsen was 48 op een totaal van 100. Dit was onder het wereldwijde gemiddelde van 68. Ook voor de website service score geldt dat deze een vereenvoudigde versie is van de service score uit onze uitgebreide rapportage. Het geeft echter een goede indicatie van de service in vergelijking met de fondsen wereldwijd.

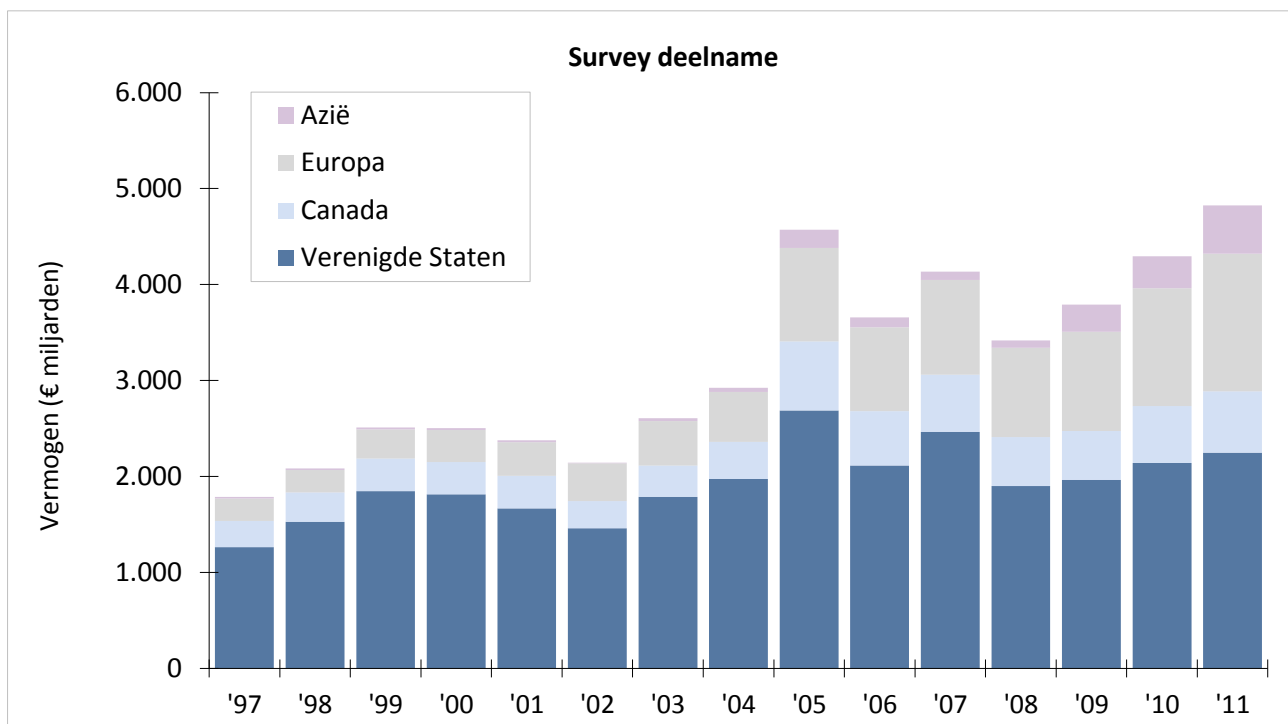
Berekening van de score		NL gegevens	NL score	Wereld score
+ 4	indien de deelnemer direct na registratie toegang heeft tot de beveiligde omgeving	20% ja	0,8	2,7
+ 3	indien de deelnemer bij naam wordt genoemd op het inlogscherm	56% ja	1,7	2,0
- 4	indien de deelnemer iedere keer dat hij inlogt gebruikersvoorwaarden moet accepteren	0% ja	0,0	-1,0
+ 10	indien alle formulieren online beschikbaar zijn, 9 indien sommige, 0 indien geen.	37% Alle	8,3	9,3
+ 20	indien u een interactieve calculator op uw website heeft	80% ja	16,1	19,6
+ 10	indien deze calculator direct gelinkt is aan de gegevens van de deelnemer	71% ja	7,1	7,6
+ 36	indien u de volgende 6 transacties aanbiedt, anders 6 per transactie			
	aanmelden voor voorlichtingssessies en/of presentaties	24% ja		
	extra jaaropgaaf aanvragen	12% ja		
	bekijken van betalingspecificaties	12% ja		
	aanvragen van pensioen	12% ja		
	beveiligde mailbox	20% ja		
	downloaden van de UPO	63% ja		
	Totaal		8,6	17,9
+ 6	indien u beveiligde toegang biedt tot gegevens over zowel salaris als opgebouwd pensioen.	49% ja	2,9	4,7
+ 6	indien gegevens m.b.t. salaris en opgebouwd pensioen actueel zijn (de meest recente loonbetaling)	39% ja	2,3	3,4
+ 5	indien een jaarlijks loonoverzicht vanaf het moment van indiensttreding beschikbaar is	7% ja	0,4	2,0
Totale score			48,2	68,3

Vermogensbeheer: onderzoeksresultaten

Survey deelname

In 2012 namen 366 pensioenfondsen deel aan de CEM survey.

- 194 Amerikaanse pensioenfondsen namen deel met een totaal vermogen van € 2.248,5 miljard.
- 86 Canadese pensioenfondsen namen deel met een totaal vermogen van € 640,0 miljard.
- 75 Europese fondsen namen deel met een totaal vermogen van € 1.434,1 miljard. Dit is inclusief 47 Nederlandse fondsen. De overige fondsen kwamen uit Noorwegen, Zweden, Finland, Denemarken, het Verenigd Koninkrijk en Ierland.
- 11 Aziatische en Australische fondsen namen deel met een totaal vermogen van € 500,7 miljard.



Totaal vermogen per regio

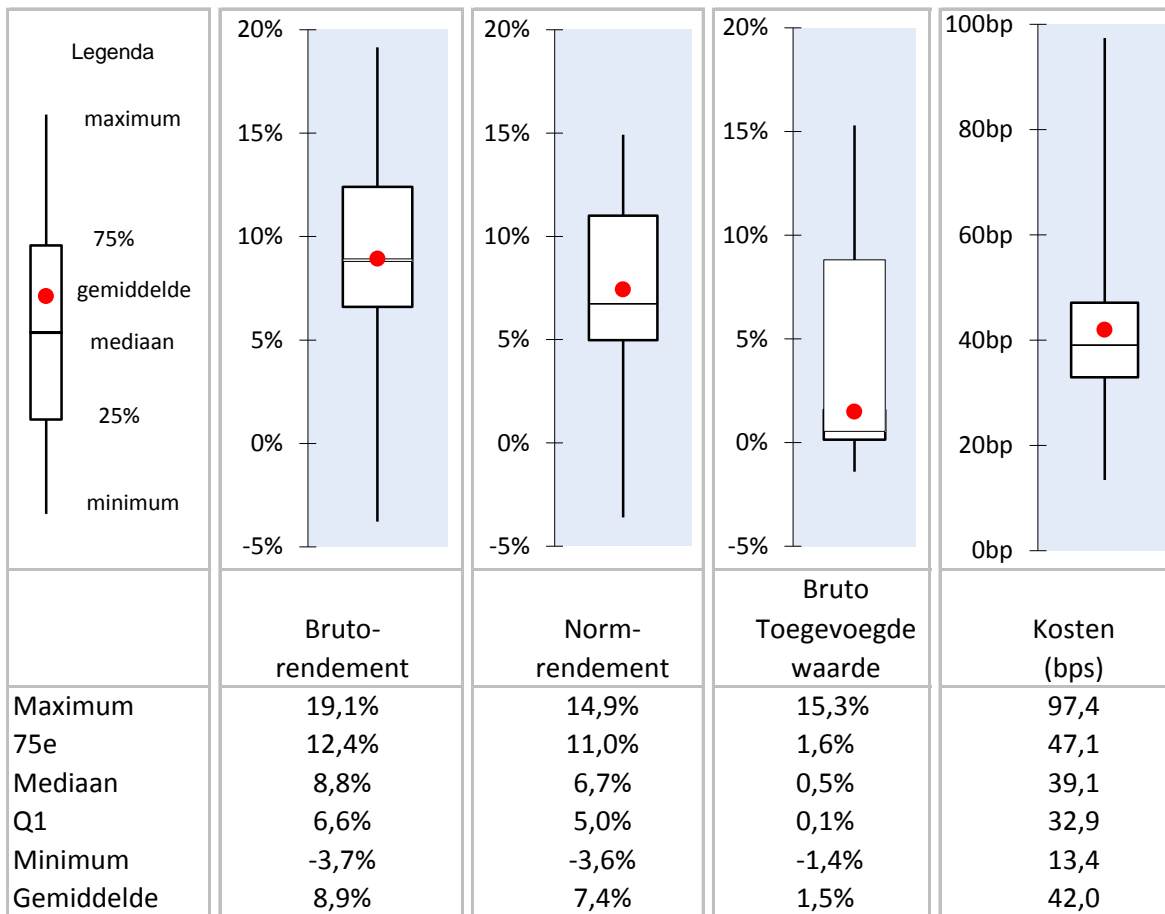
	Deelnemende fondsen			Verdeling naar fondsomvang				
	Aantal fondsen	Totaal vermogen ¹	Gemiddeld vermogen ¹	Maximum	75%	Mediaan	25%	Minimum
Nederland	47	585.580	12.459	240.084	8.871	2.165	482	164
Australië	4	59.792	14.948					
Canada	86	639.997	7.442					
Verenigde Staten	194	2.248.494	11.590					
Overig	32	1.136.624	35.520					

¹ Vermogen in miljoen euro

Brutorendement, normrendement en toegevoegde waarde

Het bruto fondsrendement geeft een algemene indruk van fondsprestatie. Normrendement is het rendement dat een fonds behaald zou hebben als het passief haar investeringsbeleid had geïmplementeerd en de geselecteerde benchmarks had gevolgd.

De relatieve prestatie van een fonds wordt inzichtelijk gemaakt door de bruto toegevoegde waarde van een fonds. Bruto toegevoegde waarde is het verschil tussen werkelijk (bruto) rendement en normrendement.



In 2011 was het gemiddelde brutorendement van Nederlandse fondsen gelijk aan 8,9%, wat gesplitst wordt in een gemiddeld normrendement van 7,4% en een gemiddelde bruto toegevoegde waarde van 1,5%.

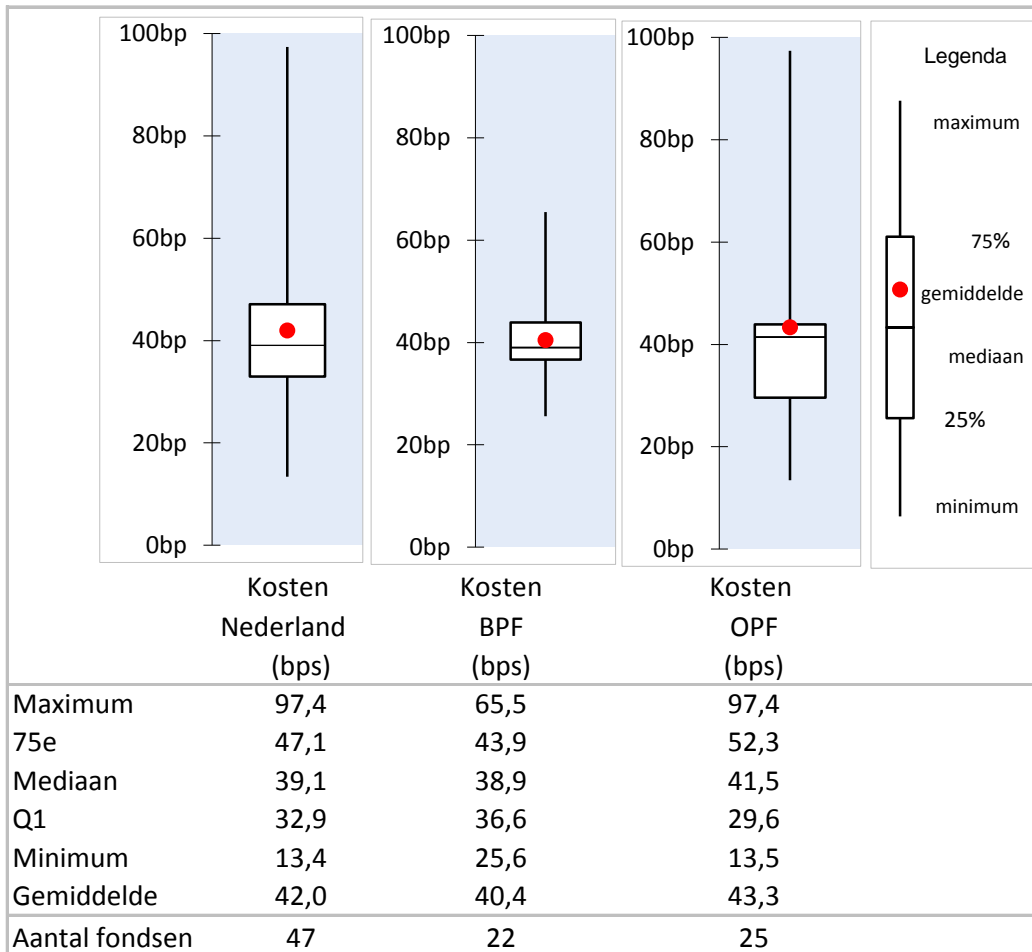
Naast de bruto toegevoegde waarde kan ook een netto toegevoegde waarde worden berekend. De netto toegevoegde waarde is gelijk aan de bruto toegevoegde waarde minus de kosten die worden gemaakt om het extra rendement, boven het normrendement, te behalen.

Voor het Nederlandse gemiddelde was bij een bruto toegevoegde waarde van 1,5% en kosten van 42,0 bps de netto toegevoegde waarde in 2011 gelijk aan 1,1%.

Totale kosten naar type fonds

Het Nederlandse gemiddelde voor vermogensbeheerkosten in basispunten van het fondsvermogen is gelijk aan 42,0 basispunten. Maken we onderscheid tussen bedrijfstakpensioenfondsen (BPF) en ondernemingspensioenfondsen (OPF) dan valt op dat ondernemingspensioenfondsen meer variatie laten zien.

De gemiddelde kosten voor BPFs bedraagt 40,4 basispunten. De gemiddelde kosten voor OPFs bedraagt 43,3 basispunten.



Rendement, benchmarks en toegevoegde waarde naar asset class

Naast de toegevoegde waarde op fondsniveau meet CEM de bruto toegevoegde waarde binnen de diverse asset classes en categorieën. De tabel hieronder is een weergave van de gemiddelde rendementen en bruto toegevoegde waarde van Nederlandse fondsen in 2011. De gemiddelden zijn gebaseerd op tenminste tien waarnemingen, tenzij anders aangegeven.

Rendement, benchmarks en toegevoegde waarde			
Asset Class	<u>Nederlands gemiddelde</u>		
	Bruto Rendement (%)	Benchmark Rendement (%)	Bruto Toegevoegde Waarde (%)
Stock			
Europe	-9,1	-9,3	0,14
Europe Small Cap	-14,4	-14,9	0,49
Asia-Pacific	-14,2	-13,9	-0,30
U.S.	2,8	2,3	0,47
Emerging	-15,6	-15,9	0,34
Global	-4,4	-5,0	0,58
Global Small Cap*	-2,4	-5,4	2,97
Global	-4,4	-5,0	0,60
Other	-7,0	-6,3	-0,73
Fixed Income			
Euro	8,8	8,2	0,61
Asia-Pacific*	2,3	2,3	0,00
U.S.*	7,8	10,9	-3,16
EAFE	8,8	8,2	0,61
Emerging	5,6	6,1	-0,44
Global	2,9	3,4	-0,48
Global Gov't	5,5	5,3	0,21
Global Credit	4,6	6,7	-2,11
Global	5,0	6,3	-1,36
Inflation Indexed	-7,0	-9,6	2,51
High Yield	3,9	3,7	0,20
Mortgages	5,7	6,2	-0,44
Other	8,2	8,0	0,14
Other	8,2	8,0	0,14
Cash	0,9	1,0	-0,07
Commodities			
Infrastructure	6,6	5,6	1,05
Natural Resources*	-2,1	4,0	-6,09
REITs	-1,9	-2,4	0,56
Real Estate ex-REITs	4,4	4,4	0,02
Other Real Assets	-6,5	-1,9	-4,67
Hedge Funds			
Global TAA	2,0	2,7	-0,68
Global TAA	-7,6	-2,2	-5,35
Diversified Private Equity			
Venture Capital	10,7	7,0	3,68
Venture Capital	31,8	6,5	25,29
LBO	12,0	0,1	11,90
Other Private Equity	3,0	13,8	-10,78

* De gemiddelde rendementen voor deze categorie zijn gebaseerd op minder dan 5 waarnemingen.

Regiovergelijking rendement en toegevoegde waarde

In onderstaande tabel worden Nederlandse fondsen vergeleken met fondsen in Europa, de Verenigde Staten en fondsen wereldwijd. Een vergelijking wordt gemaakt tussen gemiddeld rendement, bruto en netto toegevoegde waarde in 2011.

Bruto-, normrendement en toegevoegde waarde 2011				
	Nederland	Europa	Verenigde Staten	Wereld
Brutorendement	8,92%	6,50%	4,40%	6,70%
minus: normrendement	<u>7,43%</u>	<u>5,10%</u>	<u>4,00%</u>	<u>6,20%</u>
= bruto toegevoegde waarde	1,49%	1,40%	0,40%	0,50%
minus: kosten	<u>43 bps</u>	<u>43 bps</u>	<u>59 bps</u>	<u>52 bps</u>
= netto toegevoegde waarde	1,06%	0,97%	-0,19%	-0,02%
Aantal fondsen	47	75	194	366

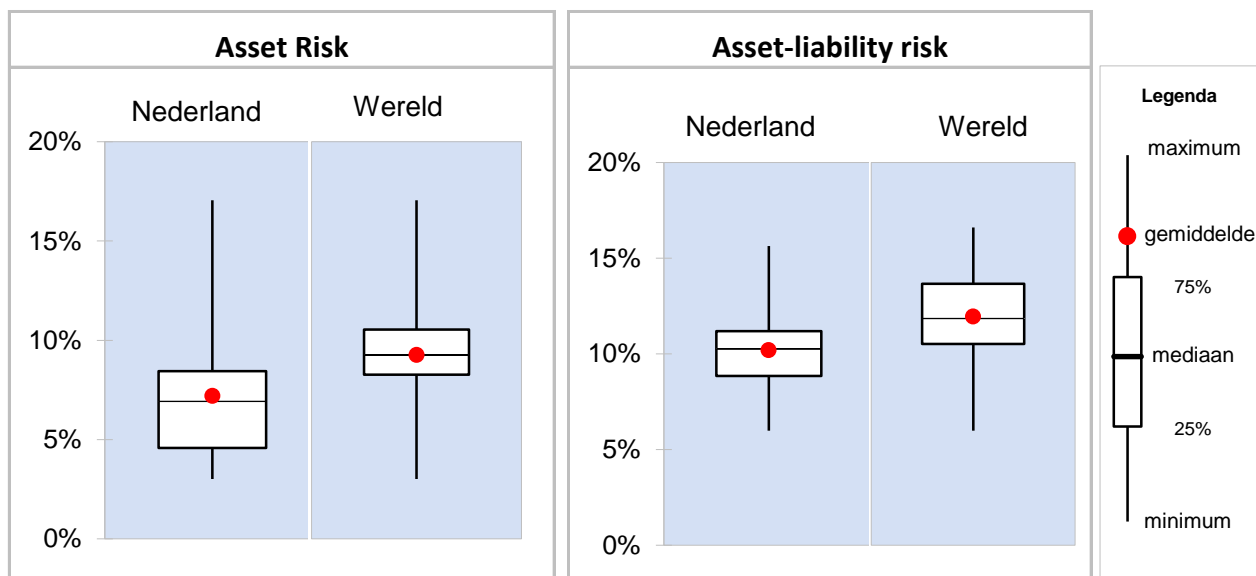
In 2011 was de gemiddelde netto toegevoegde waarde van Nederlandse fondsen gelijk aan 1,06%. Het Nederlandse gemiddelde ligt boven het gemiddelde van deelnemende fondsen in Europa, de Verenigde Staten en deelnemende fondsen wereldwijd.

Risicoanalyse

Het beheersen van risico is van groot belang binnen vermogensbeheer. Twee maatstaven welke CEM hanteert voor het benchmarken van risico zijn de 'asset risk'-ratio en de 'asset-liability risk'-ratio.

- Asset risk is een weergave van de verwachte volatiliteit van het normrendement. Het is gebaseerd op de historische variantie van en de covariantie tussen de normrendementen van de asset classes binnen de policy asset mix van een fonds.
- Asset -liability risk is een weergave van de verhouding tussen het huidige fondsvermogen en toekomstige verplichtingen. Het is een functie van de verwachte volatiliteit van policy returns (asset risk) en de volatiliteit van surplus rendementen. Asset-liability risk ratio houdt rekening met de invloed van marktfactoren (zoals verandering in rentestand en inflatie) op de solvabiliteit van een fonds.

Op basis van surveydata heeft CEM een risicoanalyse uitgevoerd voor de deelnemende fondsen en is een vergelijking gemaakt tussen Nederlandse fondsen en fondsen wereldwijd. De resultaten voor 2011 zijn hieronder weergegeven.



In 2011 hadden Nederlandse fondsen gemiddeld een 'asset risk' van 7,2 % en een 'asset-liability risk' van 10,2%.

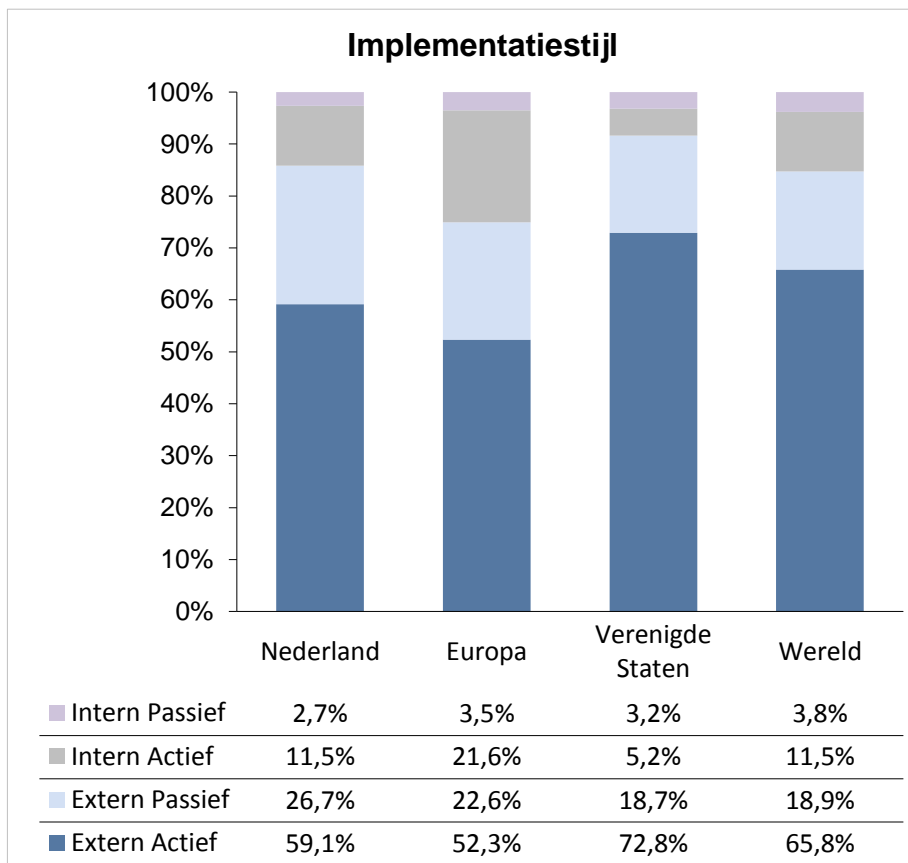
Implementatiestijl

Implementatiestijl verwijst naar de manier waarop een fonds haar vermogen belegt.

Er wordt onderscheid gemaakt tussen interne, externe, actieve en passieve stijlen. Externe actieve beleggingen worden beschouwd als de meest kostbare implementatiestijl. Illiquide Fund-of-Funds beleggingen, een beleggingsfonds dat belegt in een reeks fondsen met o.a. het doel grotere diversificatie, behoren tot de stijl externe actieve implementatiestijl.

- Intern: beheerd door interne (in-house) managers.
- Extern: beheerd door derden of externe managers.
- Passief: strategie met als doel het volgen van de index of benchmark.
- Actief: strategie met als doel het verslaan van de index of benchmark.

Onderstaand diagram laat zien hoe de implementatiestijlen per land zich tot elkaar verhouden.



In 2011 maakten Nederlandse fondsen in vergelijking met fondsen wereldwijd minder gebruik van intern passieve en extern actieve beleggingen en meer gebruik van intern actieve en extern passieve beleggingen.

Asset mix

Investment policy mix verwijst naar de lange termijn strategische asset allocatie zoals overeengekomen in het investeringsbeleid. Het investeringsbeleid wordt doorgaans vastgesteld door een investment committee of het bestuur van een fonds. Hierin worden factoren zoals risicotolerantie, liability structuur en lange termijn verwachtingen voor de kapitaalmarkt in acht genomen.

De strategische allocatie wijkt in sommige gevallen af van de werkelijke allocatie. Onderstaand schema is een weergave van de samenhang tussen werkelijke en strategische mix van Nederlandse fondsen in 2011.

Werkelijke en policy asset mix naar asset class		
Asset Class	NL werkelijke mix (%)	NL policy mix (%)
Stock		
Europe	5,7	5,6
Europe Small Cap	0,2	0,1
Asia-Pacific	1,9	1,7
U.S. Stock	1,9	1,8
U.S. Large Cap	3,1	2,7
U.S. Small/Mid Cap	0,3	0,2
Emerging	4,3	4,6
Global	8,5	9,9
Global Small Cap	0,1	0,2
Other	0,3	0,1
Fixed Income		
Euro	29,5	30,2
Asia-Pacific	0,0	0,0
U.S.	0,5	1,9
Emerging	3,3	2,9
Global	3,2	2,6
Global Gov't	3,3	3,9
Global Credit	5,6	5,7
Inflation Indexed	4,1	3,4
High Yield	2,8	2,5
Mortgages	1,5	1,6
Other	2,9	4,0
Cash	4,5	1,7
Alternatives		
Commodities	1,8	1,6
Infrastructure	0,6	0,7
Natural Resources	0,0	0,0
REITs	1,3	1,0
Real Estate ex-REITs	4,8	5,7
Other Real Assets	0,3	0,2
Hedge Funds	1,6	1,6
Global TAA	0,3	0,3
Diversified Private Equity	1,4	1,4
Venture Capital	0,1	0,1
LBO	0,2	0,2
Other Private Equity	0,1	0,0
Totaal	100	100

Vergelijking asset mix naar regio

Tussen landen bestaat variatie in de asset mix keuze. In de tabel hieronder wordt een overzicht gegeven van asset allocatie in diverse regio's, te weten Nederland, Europa, de Verenigde Staten en wereldwijd.

In 2011 hadden Nederlandse fondsen minder aandelen en meer vastrentende waarden in vergelijking met fondsen wereldwijd. Binnen de categorie vastrentende waarden hadden Nederlandse fondsen een grotere allocatie naar Fixed Income - Euro in vergelijking met fondsen uit andere Europese landen.

Policy asset mix naar regio 2011				
Asset Class	<u>NL</u> %	<u>Europa</u> %	<u>V.S.</u> %	<u>Wereld</u> %
Stocks				
Europe	5,3	6,5	0,0	1,3
U.S.	4,4	4,2	25,7	16,8
Other	<u>17,0</u>	<u>20,6</u>	<u>20,7</u>	<u>26,5</u>
Totaal	26,7	31,3	46,4	44,6
Fixed Income				
Euro	29,8	23,0	0,0	4,5
U.S.	2,0	1,4	16,2	8,9
Global	11,6	12,4	0,7	3,4
Cash	1,7	2,1	0,9	1,2
Other	<u>14,6</u>	<u>14,6</u>	<u>18,0</u>	<u>21,8</u>
Totaal	59,7	53,5	35,8	39,8
Commodities	1,7	1,4	0,6	0,7
Real Estate	7,8	7,7	5,9	6,5
Hedge Fund & TAA	1,9	3,2	6,0	4,2
Private Equity	1,8	2,9	5,4	4,0
Totaal	100	100	100	100

Nederlandse vermogensbeheerkosten naar asset class

CEM specialiseert zich in het benchmarken van kosten. Kosten staan in een negatieve relatie met de netto toegevoegde waarde van een fonds.

De tabel hieronder geeft de gemiddelde kosten weer voor de diverse categorieën zoals gerapporteerd door Nederlandse fondsen in 2011.

Gemiddelde vermogensbeheerkosten in basispunten 2011					
Asset Class	Intern beheerd		Extern beheerd		
	Passief	Actief	Passief	Actief	Fund of Funds
Stock					
Europe	n.v.t. ¹	n.v.t. ¹	14,9	47,7	
Europe Small Cap			n.v.t. ¹	75,5	
Asia-Pacific	n.v.t. ¹	n.v.t. ¹	25,5	44,8	
U.S. Stock	n.v.t. ¹	n.v.t. ¹	12,5	33,7	
U.S. Large Cap	n.v.t. ¹	n.v.t. ¹	11,6	33,2	
U.S. Small/Mid Cap			n.v.t. ¹	65,2	
Emerging	n.v.t. ¹	n.v.t. ¹	30,7	67,5	
Global			10,8	37,4	
Global Small Cap				n.v.t. ¹	
Other	n.v.t. ¹		n.v.t. ¹	62,1	
Fixed Income					
Euro	n.v.t. ¹	9,1	9,7	16,8	
Asia-Pacific				n.v.t. ¹	
U.S.			n.v.t. ¹	n.v.t. ¹	
Emerging		n.v.t. ¹		47,8	
Global	n.v.t. ¹		n.v.t. ¹	52,1	
Global Gov't		n.v.t. ¹	n.v.t. ¹	12,1	
Global Credit		n.v.t. ¹	n.v.t. ¹	23,2	
Inflation Indexed	n.v.t. ¹	10,5	13,7	14,4	
High Yield		n.v.t. ¹	n.v.t. ¹	52,8	
Mortgages	n.v.t. ¹	30,3	n.v.t. ¹	23,7	
Other	n.v.t. ¹	n.v.t. ¹	15,1	63,5	
Cash		16,1		10,1	
Commodities	n.v.t. ¹	n.v.t. ¹	21,9	24,6	
Infrastructure				142,9	209,9
Natural Resources				n.v.t. ¹	
REITs		n.v.t. ¹	n.v.t. ¹	38,3	
Real Estate ex-REITs		38,7		72,5	188,4
Other Real Assets		n.v.t. ¹		175,1	
Hedge Funds				156,0	208,1
Global TAA				129,4	
Diversified Private Equity				167,2	232,8
Venture Capital				n.v.t. ¹	
LBO				n.v.t. ¹	
Other Private Equity				n.v.t. ¹	
Totaal voor overlays					34,3bp
Overlay management kosten					0,9bp
Totale direct investment management kosten					35,2bp

¹ n.v.t.¹ houdt in dat er onvoldoende data beschikbaar was voor het berekenen van een betrouwbaar gemiddelde.

Oversight, custody en overige vermogensbeheerkosten

Oversight, Custody en Overige kosten 2011	Nederlands gemiddelde
Oversight	2,1
Custodial	1,4
Consulting, Performance Measurement	0,8
Audit	0,1
Overig	2,3
Totaal	6,8bp

Totale vermogensbeheer kosten (Direct Investment Management + Oversight)	42,0bp
--	--------

Vergelijkingen van individuele fondsen met bovenstaande gemiddelden moeten met voorzichtigheid worden gemaakt. De reden hiervoor is de variatie in fondsomvang en asset mix tussen de deelnemende Nederlandse fondsen. De individuele benchmarkkosten die voor ieder fonds afzonderlijk worden berekend zijn een meer betrouwbare maatstaf aangezien deze rekening houdt met omvang, asset mix en land van oorsprong. Meer informatie over deze benchmarkkosten is te vinden op de volgende pagina.

De benchmark vergelijking

CEM berekent een benchmark voor kosten aan de hand van een regressie. Zo wordt voor elk fonds een individuele benchmark berekend. De regressie komt tot stand door totale vermogensbeheerkosten af te zetten tegen de onderstaande variabelen:

- Vermogen van een fonds in miljoenen = \log_{10} (vermogen in miljoenen).
- % Europese aandelen (incl. REITs) = percentage van vermogen belegd in Europese aandelen en REITs.
- % niet-Europese aandelen = percentage van vermogen belegd in niet-Europese en globale aandelen.
- % Vastgoed = percentage van vermogen belegd in (direct) vastgoed (exclusief REITs) en infrastructuur.
- % Hedge funds & private equity = percentage van vermogen belegd in hedge funds en private equity.
- Nationaliteit variabele = 1 indien een fonds Canadees is, anders 0.

In het algemeen geldt dat een negatieve relatie bestaat tussen fondsvomvang en kosten. Dit houdt in dat naarmate de omvang toeneemt, de kosten uitgedrukt als percentage van het vermogen afnemen. Daarnaast veroorzaken ook verschillen in asset mix variatie in kosten. Fondsen die meer beleggen in duurdere beleggingscategorieën, zoals Private Equity of vastgoed, zullen over het algemeen hogere kosten hebben dan de fondsen die meer beleggen in de minder dure categorieën zoals Fixed Income. Door het toevoegen van een nationaliteit variabele corrigeren we voor het feit dat Canadese fondsen over het algemeen lagere kosten hebben in vergelijking met fondsen wereldwijd.

De formule voor de benchmarkvergelijking 2011 is als volgt:

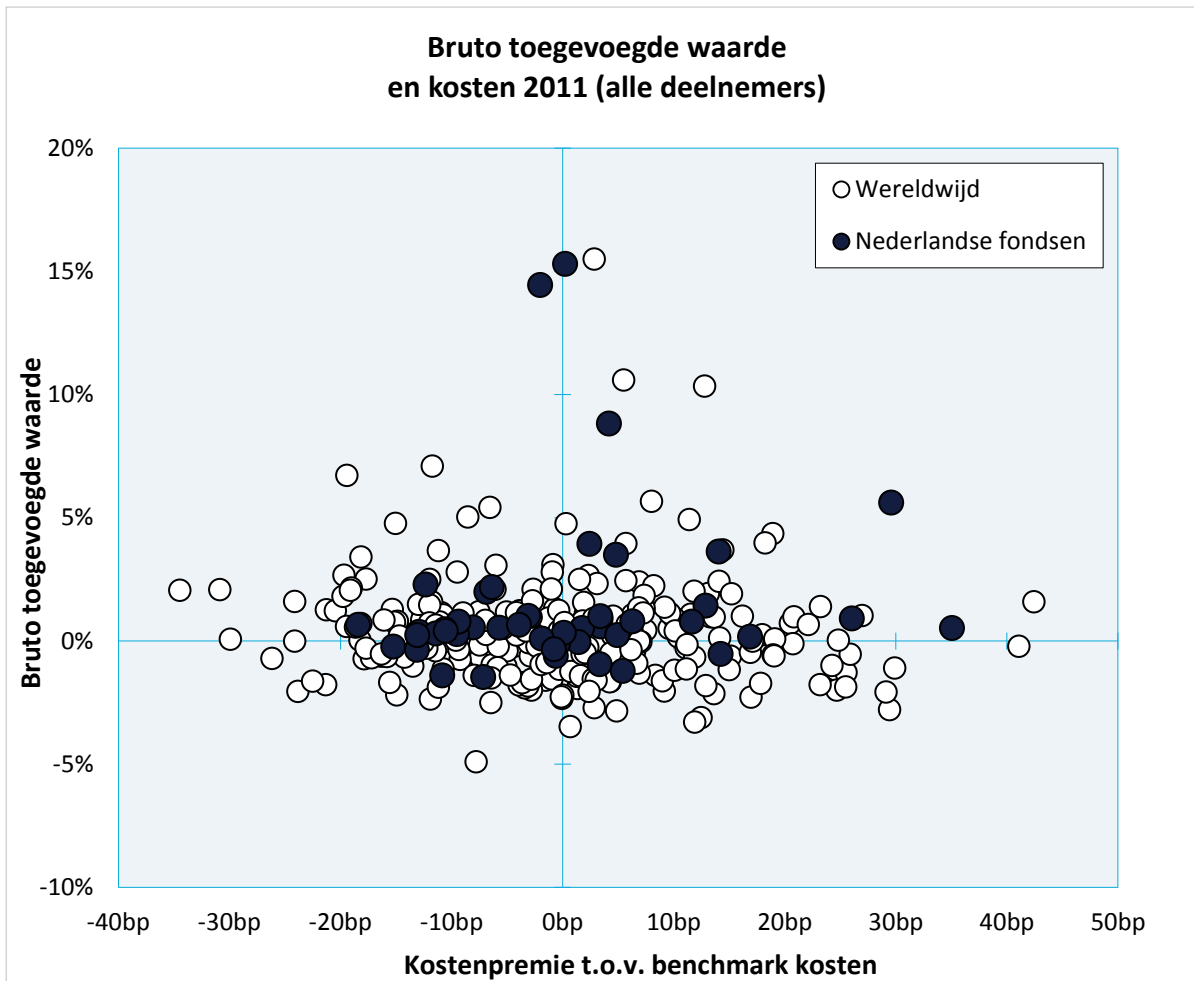
$$\text{Benchmarkkosten} = 72,5bp + (-13,3bp \times \log_{10} \text{ van vermogen}) + (14,8bp \times \% \text{ aandelen en REITs}) + (50,8bp \times \% \text{ vastgoed}) + (210,4bp \times \% \text{ hedge funds \& private equity}) + (-4,9bp \times \text{nationaliteit variabele})$$

De R^2 voor deze regressievergelijking was 91% in 2011. Dit betekent dat het fondsvermogen, de asset mix en nationaliteit meer dan 91% van de verschillen in kosten tussen fondsen onderling verklaren.

We gebruiken de regressie om voor elk fonds een individuele benchmark te berekenen op basis van de specifieke karakteristieken (vermogen, asset mix en nationaliteit) van elk fonds.

Vervolgens worden de werkelijke kosten van een fonds vergeleken met de benchmark voor dat fonds om te bepalen of een fonds hoge of lage kosten heeft. Indien de werkelijke kosten van een fonds lager zijn dan de benchmark voor dit fonds impliceert dit dat het fonds relatief lage kosten heeft.

Correlatie bruto toegevoegde waarde en kosten



N.B.: De hierboven weergegeven waarden zijn gebaseerd op data van 1 jaar. Kosten zijn over het algemeen vrij voorspelbaar en consistent over een lange termijn. Dit in tegenstelling tot rendementen welke veelal grote variatie laten zien. Vanwege deze eigenschap dient bovenstaand diagram met voorzichtigheid te worden geïnterpreteerd.

Hoge of lage kosten zijn niet per definitie goed of slecht. De vraag is of er een positieve relatie bestaat tussen kosten en rendement. Bovenstaand diagram vergelijkt kostenpremie met de toegevoegde waarde voor ieder van de deelnemende fondsen.

Jarenlang onderzoek door CEM wijst uit dat geen empirisch bewijs bestaat voor een positieve correlatie tussen kosten en toegevoegde waarde van een fonds. Idealiter, hoe meer je betaald (kostenpremie) des te beter de fondsprestatie (toegevoegde waarde). Indien dit het geval was zou een opwaartse trend zichtbaar zijn in bovenstaand diagram. Dit is niet het geval.

Uit deze analyse blijkt dat slechts in een beperkt aantal gevallen hoge kosten kunnen worden verantwoord door een hoge toegevoegde waarde.

Dit benadrukt het belang van kostenbenchmarking voor pensioenfondsen.