

Governance-problemen bij uitbesteding door pensioenfondsen

David Hollanders

SAMENVATTING Sinds de jaren negentig besteden pensioenfondsen hun taken in toenemende mate uit. Er is dus een markt ontstaan waarbij fondsen diensten, waaronder vermogensbeheer, afnemen van financiële instellingen. Deze marktwerkingsfiguur heeft als theoretische voordelen kostenbesparing en/of kwaliteitsverbetering. Bevin- dingen van toezichthouders en media laten echter een ander beeld zien. De fondsen blijken onvoldoende informatie en kennis te hebben om uitvoerders te controleren. Fondsen en uitvoerders zijn onderling vervlochten met rolvermenging en verantwoor- delijkheidsverwatering tot gevolg. Daar de prikkel van uitvoerders is om de kosten en risico's te verhogen, kunnen de *governance*-problemen mogelijk mede verklaren waarom de beleggingsrisico's en kosten de afgelopen 25 jaar gestegen zijn.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Pensioenfondsen besteden een groot deel van hun taken uit. Het effect daarvan op risicobeleid, kosten en transparantie is van be- lang voor pensioenfondsbestuurders, toezichthouders en vermogensbeheerders.

1 Inleiding

De afgelopen drie decennia is de pensioensector ver- anderd. Pensioenfondsen beleggen risicovoller, maken – zowel absoluut als relatief – hogere kosten en beste- den meer uit. Dit artikel gaat vooral in op de proble- men bij dat laatste: uitbesteding.

In 2015 hadden 87,5% van alle fondsen (ofwel 287 van de 328) meer dan 30% van het vermogen uitbesteed, 84,1% heeft de pensioenadministratie uitbesteed.¹ Naast administratie en vermogensbeheer worden an- dere zaken uitbesteed, zoals intern toezicht (visitaties), risicobeheer, beleggingsadvies, beleidsvoorbereiding en informatieverstrekking. Sommige fondsen hebben tientallen externe partijen. Deze partijen besteden op hun beurt dikwijls ook weer een deel van hun activi- teiten uit. Er is daarmee – volgens De Deken (2008, p. 7) – een “highly complex form of mediated ownership” ontstaan. In de uitbestedingsketen vindt, in het bijzon- der bij vermogensbeheer, scheiding plaats tussen be- slisbevoegdheid en eigendomsrecht (zogenaamde *sepa- ration of ownership and control*). Uitvoerders hebben bijvoorbeeld inzake beleggingen (operationele) beslis-

singsbevoegdheid maar het fonds is en blijft eigenaar van het belegd vermogen.

Idealiter leidt uitbesteding – via de mede daardoor mo- gelijk geworden marktwerking – tot kostenefficiëntie en tot kwaliteitsverbetering. Fondsen kunnen immers bij slechte dienstverlening van een uitvoerder omzien naar een andere uitvoerder. Marktdiscipline – de (la- tente) dreiging om bij onvoldoende diensten naar een andere dienstverlener te gaan – leidt idealiter tot een efficiënte uitkomst.

Er zijn echter ook theoretische risico's verbonden aan uitbesteding, daar de uitbestedingsketen complex is. Zo is de kwaliteit van de dienst “vermogensbeheer” lastig te bepalen. De kwaliteit wordt bovendien eerst na jaren (geheel) manifest. Er is een beperkt aantal grote spelers op de vermogensmarkt, die bovendien onderling ver- vlochten zijn. Tot slot zijn er overstapkosten verbonden aan het overhevelen van administratie en vermogensbe- heer van de ene naar de andere uitvoerder. Kortom, door *governance*-problemen, niet-observeerbaarheid van kwa- liteit van diensten, duur van periode tussen diensten- aanschaf en kwaliteitsmanifestatie, oligopolies en over- stapkosten is deugdelijke marktwerking theoretisch niet gegarandeerd. Het daadwerkelijke effect van uitbeste- ding op kosten, *governance* en risico's is daarmee een em- pirische vraag.

Die vraag bespreek ik in onderstaande aan de hand van mediaberichtgeving en documenten van toezichthou- ders en rapporten van pensioencommissies. Het wordt op grond daarvan empirisch plausibel dat de theoretische nadelen van uitbesteding vooralsnog groter zijn dan de voordelen. De fondsen (b)lijken onvoldoende informatie en kennis te hebben om uitvoerders te con- troleren. Fondsen en uitvoerders zijn onderling ver- vlochten met rolvermenging en verantwoordelijkheids- verwatering tot gevolg. DNB-divisiedirecteur Sleijpen stelt zelfs dat het uitbestedingsrisico – na financieel ri- sico – het grootste risico is.²

Uitgangspunt in onderstaande is dat de verhouding tussen pensioenfonds en pensioenuitvoeringsorgani- satie (PUO) formeel een zakelijke relatie is, waarbij de eerste diensten inkoop bij de tweede. Er is dus sprake van een markttransactie, niet van een fiduciaire ver- houding. De door het fonds betrokken diensten die-

nen door het fonds geëvalueerd te (kunnen) worden. Dit is eerst dan mogelijk als (a) de contracten tussen fonds en PUO transparant zijn (paragraaf 2), als (b) het fonds (en eventueel de deelnemers) voldoende informatie hebben om de diensten te beoordelen (paragraaf 3) en als (c) het fonds in staat (competentie) is dat te doen (paragraaf 4). Verder (d) dient het fonds, zijnde de opdrachtgever, niet te zeer vervlochten met én afhankelijk van de opdrachtnemer (de PUO) te zijn, opdat het fondsbestuur onafhankelijk en zelfstandig tot besluiten komt (paragraaf 5). Tot slot zijn (e) – vooral als niet aan de voorwaarden (a) - (d) volledig voldaan is - de belangtegenstellingen tussen fonds en PUO relevant (in paragraaf 6 belicht).

Voorwaarden (a) - (d) en (e) de belangtegenstellingen tussen fonds en PUO worden in onderstaande toegelicht (paragraaf 2 - 6), uitvloeiend in discussie van en conclusie over de (gevolgen van de) huidige uitbestedingspraktijk (paragraaf 7). De nadruk ligt daarbij op uitbesteding van vermogensbeheer, omdat daarmee de hoogste kosten gemoeid zijn.³

2 Het mandaat door het fonds aan de uitvoerder verleend

Veel pensioenfondsen besteden het vermogensbeheer aan één of meerdere pensioenuitvoerders uit. De uitbesteding geschiedt onder voorwaarden en restricties die in een beleggingsmandaat vastgelegd worden. Het mandaat heeft eerst en vooral betrekking op het percentage van het vermogen dat belegd mag worden in bepaalde beleggingscategorieën en – daarmee samenhangend - op de maximaal toegestane beleggingsrisico's. Toezichthouder DNB stelt dat de beleggingsmandaten “erg ruim” zijn opgesteld (DNB, 2011)⁴ en “veel vrijheid” laten (DNB, 2009a).⁵ Een voorbeeld van een vrijheidsgraad voor de uitvoerder is: “Vastrentende mandaten beperken zich niet tot beleggingen met voornamelijk renterisico, maar als gevolg van een ruim mandaat worden ook producten toegestaan zoals bankobligaties en gestructureerde kredietproducten” (DNB, 2010a, p. 5). Verder kunnen onvermoede risico's ontstaan als er geen afspraken zijn of en onder welke voorwaarden de uitvoerder financiële titels mag uitleenen en onderpand mag herbeleggen.

Ook anderszins zijn de contracten niet zonder meer bevredigend. Prestatie-gerelateerde remuneratie (“bonussen”) wordt gebaseerd op rendementen zonder dat deze worden gecorrigeerd voor risico's (DNB, 2009b, p. 6). Dit stimuleert de uitvoerder tot het nemen van risico's. Beleggingsrisico's worden verder gestimuleerd indien en voor zover de beheerder een bonus ontvangt maar niet – of niet in dezelfde mate - een malus (zie Bechuk en Spamann, 2010; Hollanders, 2015; en Dixit, 2002). De prikkel voor beheerders om risico te nemen is in dat geval analoog aan de prikkel voor aandeelhouders risico's te nemen die bij beperkte aanspra-

kelijkheid deels kunnen worden afgewenteld op obligatiehouders (Sharpe, 1976). Bonussen of prestatie-gerelateerde remuneraties komen veelvuldig voor in de pensioensector.⁶ De risicoprikkels zijn (nog) problematisch(er) indien zij samenvallen met ontoereikende beleggingsmandaten. In dat geval kan het fonds niet (goed) nagaan of de uitvoerder conform het eigenbelang handelt of conform het daarvan afwijkende belang van het fonds.

3 Informatie

Fondsen dienen het beleggingsbeleid, als ook de daarmee gepaard gaande kosten, te evalueren. Dit is alleen dan mogelijk indien zij over de daarvoor benodigde informatie beschikken. Een substantieel deel van de fondsen (28%) kon evenwel – volgens toezichthouder DNB althans - in 2014 de kosten niet uitleggen. DNB stelt hierover bij monde van divisiedirecteur Sleijsen: “Dat is niet acceptabel (...) pensioenfondsen moeten volledig inzicht hebben in de kosten, anders kunnen ze niet afwegen of bepaalde beleggingen wenselijk zijn of niet” (Trappenburg, 2014, p. 1). Sommige pensioenfondsen rapporteren in hun jaarverslag inderdaad niet (volledig) de kosten.⁷

De kosten zijn deels ondoorzichtig en onduidelijk als gevolg van de lange keten van uitbestedingen en doorbeleggen. Niet alleen besteden fondsen vermogensbeheer soms aan meerdere partijen uit, maar deze partijen besteden het beheer zelf ook weer deels uit (ad infinitum). Gedragstoezichthouder AFM (2014, p. 4) stelt: “DNB vermoedt dat een aantal pensioenfondsen bij een fund-funds-structuur alleen de kosten van het parapluifonds rapporteert, en niet ook de kosten van de onderliggende fondsen”. Om deze reden worden de kosten, naar DNB meent, onderschat.⁸

De kosten dienen begrepen en beoordeeld te worden in relatie tot het ermee bekostigde beleggingsbeleid. Het beleggingsbeleid blijkt evenwel ook niet altijd bekend bij het bestuur. De commissie-Frijns althans problematiseert de figuur dat “externe beheerders, die op hun beurt weer zaken hebben uitbesteed aan derden, waardoor onverwachte tegenpartijrisico's bleken te bestaan. Zo bleken enkele pensioenfondsen via *securities lending*-programma's op hun beleggingen onverwacht risico te lopen op het in 2008 failliet verklaarde Lehman Brothers” (Frijns, Nijssen & Scholtens, 2010, p. 45).

Gelet op buitenlandse ervaringen valt overigens niet uit te sluiten dat de informatie (deels) bij het fonds aanwezig is, maar dat met de vermogensbeheerder(s) aan wie is uitbesteed contractueel vastgelegd is dat het fonds de kosten niet openbaar mag maken. Zulke zogenoemde “non-disclosure agreements” komen voor in het Verenigd Koninkrijk (Marriage, 2015). Fondsen blijken ook niet altijd informatie te delen die voor deelnemers relevant kan zijn. In 2010 werd bekend dat twee APG-medewerkers ontslagen waren vanwege zo-

genoemde *front running*. Dit werd evenwel eerst bekend nadat een *website* daar aandacht aan had besteed.⁹

4 Competentie

Het pensioenfondsbestuur dient de beleggingen, risico's en kosten van de pensioenuitvoerder te evalueren en te controleren. Daartoe dient niet alleen de informatie toereikend te zijn maar ook de financiële, economische en bestuurskundige kennis en ervaring van bestuursleden. Dat (b)lijkt niet altijd in voldoende mate het geval. De commissie-Frijns stelde dat het beleid vaak "rendementsgedreven" is, waarbij bestuurders "zich onvoldoende realiseren dat risico nemen (...) ook een prijs heeft, namelijk een soms aanzienlijk hoger risicoprofiel" (Frijns et al., 2010, p. 27).

DNB stelt: "bij veel pensioenfondsen staat de complexiteit van het beleggingsbeleid onvoldoende in verhouding tot het niveau van de risicobeheersing en de aanwezige expertise" (DNB, 2011, p. 1). En: "Bij een substantieel aantal pensioenfondsen ontbreekt voldoende 'countervailing power' ten opzichte van de vermogensbeheerder in de vorm van onafhankelijk en adequaat risicobeheer op het niveau van het pensioenfonds" (DNB, 2011, p. 2).

De competentie is daarmee althans naar het oordeel van de toezichthouder onvoldoende. Dit (b)lijkt overigens niet alleen een Nederlands probleem. Clarke (2007, p. 8) stelt "more often than not, our representatives are not well-equipped to challenge directly the claimed expertise of service providers".

5 Vervlechting fonds-uitvoerder

In theorie staan fonds en uitvoerder tot elkaar in een zakelijke relatie, waarbij de uitvoerder de opdrachtnemer is en het fonds de opdrachtgever. Het fonds betreft contractueel vastgelegde diensten van de uitvoerder die periodiek geëvalueerd worden. In de praktijk blijkt er evenwel een grote vervlechting te zijn tussen fonds en uitvoerder.

Wederom de commissie-Frijns stelde over fondsen: "Daarbij vertrouwt men (veelal) op externe professionals voor zowel de uitvoering als de beoordeling van de uitvoering. Soms liggen alle vermogensbeheerprocessen bij één partij, die zowel de uitvoering als de monitoring en het risicobeheer voor zijn rekening neemt" (Frijns et al., 2010, p. 46). De AFM stelt: "in veel gevallen is de uitvoeringsorganisatie ook betrokken bij de beleidsvoorbereiding van het pensioenfonds" (AFM, 2010, p. 5).¹⁰

Er is dus vervlechting tussen én rolvermenging van uitvoerder en fonds. De vervlechting gaat soms betrekkelijk ver. Toenmalig minister van sociale zaken Donner stelde over fondsen dat "de informatie en berekeningen waarop deze besluiten genomen worden in toenemende mate vrijwel geheel door de uitvoeringsorganisatie wordt verzorgd. Dat geldt ook voor

de uitvoering van het beleggingsbeleid en de administratie uitvoering". (De commissie-Frijns stelt dit eveneens.¹¹) De minister vervolgt: "Deze ontwikkelingen roepen de vraag op of fondsbesturen (...) in staat zijn hun verantwoordelijkheid voor het beleid waar te maken".¹² Deze vraag lijkt niet bevestigend beantwoord te worden door twee DNB-medewerkers die stellen: "Fonds en PUO zijn weliswaar ondergebracht in aparte rechtspersonen, maar onduidelijk is welke partij waarvoor verantwoordelijk is. Er zijn geen heldere resultaatafspraken gemaakt, er vindt geen evaluatie van de dienstverlening van de PUO plaats en de PUO is bij alle bestuursvergaderingen aanwezig, ook wanneer het gaat om besluiten over die PUO" (Rademakers & Hinskens, 2011, p. 11). De vervlechting beperkt zich overigens niet tot kleine fondsen. Het grootste pensioenfonds van Nederland (ABP) zetelt in hetzelfde gebouw als de eigen uitvoerder (APG). En gevraagd of de uitvoerkosten van het ABP in het verleden te hoog zijn geweest, verwees toenmalig voorzitter Brouwer naar de voorzitter van APG.¹³ Klaarblijkelijk verenigde Brouwer zich op voorhand met de motivatie van uitvoerder APG waarom de kosten door APG aan ABP gerekend niet lager hadden gekund.

De vervlechting gaat soms zelfs nog verder. Vermogensbeheerders leveren somtijds afgevaardigden voor beleggingscommissies van een pensioenfonds die over toewijzing van opdrachten aan (dezelfde) vermogensbeheerders beslissen.¹⁴

6 Prikkel uitvoerder

Fondsen kunnen niet zonder meer vertrouwen op de uitvoerder, tot wie zij althans in een zakelijke relatie staan. Fondsen en uitvoerders hebben daarbij verschillende en onderling strijdige belangen. (Dit is precies de reden om gedetailleerd te contracteren.) Ten eerste hebben uitvoerders een financiële prikkel om risico's te nemen indien er asymmetrische bonusregelingen (d.w.z. met een bonus groter dan de malus) zijn. Ten tweede heeft de uitvoerder een prikkel om hoge kosten - zijnde de inkomsten van de uitvoerder - te maken en deze tegelijkertijd zo laag mogelijk voor te stellen.

De belangenconflicten motiveren de opmerking van de commissie-Frijns dat het bestuur een "tegenwicht" dient te vormen voor "professionele uitvoerders en (commerciële) aanbieders van beleggingsproducten" (Frijns et al., 2010, p. 6). De uitvoerder kan bijvoorbeeld inkomsten verhogen door de figuur geschetst door toenmalig AFM-directeur Hoogervorst die stelde dat banken moeten stoppen met "huisfondsen die tegen een flinke vergoeding beloven de index te verslaan, terwijl je vrij zeker weet dat dat niet kan gebeuren omdat het fonds voor een zeer groot deel de index volgt" (Hoogervorst, 2010, p. 5).

Er is niet alleen een belangentegenstelling inzake de kosten en de risico's. Uitvoerders werken vaak voor én met meerdere andere financiële partijen. Het behartigen van belangen van het fonds kan botsen met het 'goed' willen houden van banden met andere partijen. Zo stellen Boot en Cools (2014, p. 82): "Een ander governance-aspect is politiek risico. (...) Kenmerk van dit politieke risico is dat er mogelijk andere belangen gaan prevaleren dan het belang van de deelnemer". In een toelichtende voetnoot vervolgen zij: "Een voorbeeld hiervan is mogelijk de aankoop van aandelen Fortis ter grootte van een half miljard euro door de uitvoeringsorganisatie APG van het pensioenfonds ABP op 26 juni 2008. De onzekerheid over de toekomst van de financiële instelling Fortis was toen al zeer groot. Dit maakt het onduidelijk hoe deze belegging zich verhoudt tot de belangen van de deelnemers in het ABP. Niet uitgesloten kan worden dat hier politieke druk een rol heeft gespeeld".

Een tweede voorbeeld is de stelling van het hoofd Verantwoord Beleggen van vermogensbeheerder Mn Services wel Royal Bank of Scotland te willen aanklagen vanwege slechte beleggingsproducten maar geen actieve rol te willen spelen in een soortgelijk proces tegen ING omdat "Nederlandse institutionele partijen staan niet te trappelen om als hoofdaanklager op te treden tegen grote Nederlandse bedrijven. We leven hier op een postzegel" (Hooft van Huysduynen & Jonker, 2009). Mn Services heeft dus niet uitsluitend het belang van pensioenfondsdeelnemers voor ogen bij het besluit om bij vermeende dwaling te procederen.

De vervlechting tussen uitvoerder en fonds ligt theoretisch voor de hand en is voor wat betreft de administratie ook voorzien door Boone en Van Damme (2007, p. 21), die stellen: "omdat het opstarten van complexe pensioenadministraties in computersoftware een ingewikkelde zaak is, er voor een pensioenfonds hoge kosten gemoeid zijn met het switchen van administrateur. Als gevolg daarvan zou de marktwerking beperkt worden". Fondsen zijn weliswaar vrij een uitvoerder te kiezen, maar als deze eenmaal gekozen is, bemoeilijken hoge overstapkosten om bij slechte prestaties van de uitvoerder over te stappen. Aan de overstapkosten (ook wel *hold-up* probleem of *lock-in* effect genoemd) ontlenen uitvoerders onderhandelingsmacht waarvan in modellen van vrije concurrentie – die aan pleidooien voor marktwerking ten grondslag liggen – doorgaans geabstraheerd wordt.

Overstapkosten zijn ook relevant bij vermogensbeheer. Overstapkosten worden daarbij soms nog artificieel, dat is: contractueel, verhoogd. Er zijn contracten tussen pensioenfondsen en PUO van lange duur (tien jaar) en/of hoge opzegboetes, waardoor het fonds zich aan de PUO vastgeklonken heeft (Rademakers & Hinskens, 2011, p. 11).

7 Discussie en conclusie

Het grootste deel van de pensioenfondsen besteedt het vermogensbeheer als ook andere taken (administratie) uit. De uitbesteding blijkt – overeenkomstig theoretische verwachtingen – problematisch. De contracten tussen fonds en uitvoerder zijn onvolledig en onduidelijk, het bestuur heeft onvoldoende informatie en/of competentie om de uitvoerder te controleren en het fonds en de uitvoerder zijn velerlei wege vervlochten. Dat klemt te meer daar fonds en uitvoerder verschillende en dikwijls tegenstrijdige belangen hebben. DNB stelt onomwonden: "er is vaak sprake van een te grote afhankelijkheid van de pensioenuitvoeringsorganisatie" (DNB, 2010b, p. 5).

Ergo, pensioenfondsbeheer (ook wel *pension fund governance*) schiet tekort. De materiële gevolgen hiervan zijn door de commissie-Frijns voor de crisis geschat op (ruim) 20 miljard euro dat verloren gegaan zou zijn als gevolg van gebrekkige implementatie van de beleggingsstrategieën; het gaat dan om uitvoerkosten, onvermoede tegenpartijrisico's bij intransparante producten en liquiditeitsrisico's door *security lending*-programma's (Frijns et al., 2010, p. 42). Dat bedrag wordt evenwel noch in het rapport noch elders gemotiveerd. Het bedrag lijkt daarmee meer een ruwe schatting dan een degelijke calculatie.

Los van de kosten van gebrekkige *governance* in het rampjaar 2008, wijzen ook andere ontwikkelingen op reële gevolgen van (de toename van) uitbestedingen. De afgelopen decennia zijn de door fondsen genomen beleggingsrisico's en kosten gestegen. In 1980 belegden pensioenfondsen 4,3% van hun vermogen in aandelen en deelnemingen. In 1990 was dit percentage 14,9% en in 2000 was dit gestegen naar 48,2%. In 2010 was dit 67,5%¹⁵ (zie Fernandez (2011) voor een historische beschrijving en interpretatie van de verschuiving van obligatie- naar aandelenbeleggingen).

In de periode 1992-2009 zijn de kosten per deelnemer meer dan verviervoudigd terwijl de kosten als percentage van het belegd vermogen verdubbelden (Bikker, 2013). De kostenstijging blijkt deels maar niet geheel verklaard te kunnen worden door een toename in risicovollere (en doorgaans duurdere) beleggingscategorieën (Bikker, 2013). Er is dus een kostenstijging in deze periode die nochtans onverklaard is maar die samenvalt met de periode van toegenomen uitbesteding. Verder schatten Bikker en De Dreu (2009) dat uitbesteding van administratie leidt tot hogere kosten. Hogere kosten reduceren het pensioenvermogen en daarmee uitkeringen en aanspraken. Om die reden vroeg de AFM aandacht voor de kosten van pensioenfondsen, stellende: "een kostenverlaging van 0,25 procentpunt op een termijn van veertig jaar leidt tot een circa 7,5% hoger collectief pensioenvermogen" (AFM, 2011, p. 4).

Het blijkt verleidelijk om fondsbesturen verantwoordelijk te houden. Zowel media als toezichthouders

richten zich eerst en vooral op fondsbestuurders, die competent(er) en onafhankelijk(er) dienen te zijn. Als aangegeven zijn dit noodzakelijke voorwaarden voor deugdelijke uitbesteding. Daarbij komt dat fondsbestuurders juridisch verantwoordelijk zijn. Zij dienen – zoals de pensioenwet aangeeft – te beleggen in “het belang van aanspraak- en pensioengerechtigden” en wel op zodanige wijze dat de “veiligheid, kwaliteit, liquiditeit en het redement van de portefeuille als geheel worden gewaarborgd”. Op grond van bovenstaande valt de stelling te overwegen dat bestuurders niet in het belang van aanspraak- en pensioengerechtigden handelen en daarmee de pensioenwet overtreden.

Wat daarvan ook zij, zelfs een competent en gemotiveerd bestuur zal de verantwoordelijkheid uiteindelijk niet waar kunnen maken. Er is een praktijk – zoals toenmalige minister van Sociale zaken Donner (2009, p. 6) stelde – ontstaan “waarbij het pensioenfonds doorgaans beperkt van omvang is en de uitvoeringsorganisaties omvangrijk”. Pensioenuitvoerders hebben duizenden mensen in dienst en het is redelijk noch zinvol te veronderstellen dat (deeltijd)bestuurders met een kleine staf volledig tegenwicht kunnen bieden. Daarbij geldt ook dat het overwicht van de uitvoerder in menskracht, kunde, ervaring en informatie een voorzienbaar, ja zelfs *beoogd* effect is van uitbesteding. Het doel van uitbesteding is immers afstoting van taken (onder de vooronderstelling dat daarmee kosten verlaagd en/of kwaliteit verhoogd worden). Omgekeerd is uitbesteding niet zinvol indien de uitbestedende partij grote afdelingen dient aan te houden om de partij

waaraan uitbesteed wordt te controleren. Ten langen leste kan de uitbestedende partij de uitbestede activiteit beter zelf ter hand nemen.

Tot slot dient dan ook nadrukkelijk in het licht gesteld te worden de rol van pensioenbeheerders. Het wreekt zich dat uitvoerders commerciële partijen zijn en geen ambtelijke organisatie of uitvoeringsorganisatie van sociale partners. Gedrag en houding wordt niet geïnformeerd door noties als *civil duty*, ambtelijk esprit de corps of noblesse oblige. Dit blijkt uit de salarissen die ver boven de Balkende-norm liggen en die door staatssecretaris Klijnsma (2013) “bizar” genoemd werden. Het blijkt ook uit voornoemde schroom van uitvoerders om te procederen namens de deelnemers en mogelijk uit voornoemde brisante aankoop in 2008 van Fortis-aandelen door APG. En het blijkt uit de kennelijke noodzaak voor APG om in 2009 te schikken een zaak over zogenoemde woekerpolissen verkocht door dochter Loyalys.¹⁶ De PUO's zijn marktpartijen die evenwel – in tegenstelling tot banken, verzekeraars en pensioenfondsen zelf – niet expliciet onder toezicht staan van de AFM en DNB. De vermogensbeheerders opereren daarmee in een inefficiënt niemandsland tussen markt en staat, waar toezicht noch marktdiscipline noch de kiezer grip heeft op wat een risicovolle en kostbare uitbestedingspraktijk is gebleken te zijn. ■

Dr. D.A. Holanders is docent financiering aan de Universiteit van Tilburg.

Noten

¹ DNB-statistieken. Geraadpleegd op www.dnb.nl.

² NPN (Nederlands Pensioen & Beleggingsnieuws), interview met O. Steijpen en L. Keijser, oktober/november 2011, p. 9.

³ De vermogensbeheerkosten (dit zijn transactiekosten, vermogensbeheerkosten en prestatie-gerelateerde kosten) maakten – blijkens het jaarverslag – bijvoorbeeld voor ABP in 2013 meer dan 90% van de kosten uit. Voor PFZW was dit ruim 88%.

⁴ DNB (2011, p. 2): “De mandaten in de vermogensbeheercontracten (...) erg ruim opgesteld kunnen zijn. Hierdoor heeft een vermogensbeheerder veel vrijheid om risico's te nemen, bijvoorbeeld door te beleggen in complexe producten die niet aansluiten bij het beleggingsbeleid van het fonds”.

⁵ DNB (2009a, p. 37): “Additionele risico's zijn bovendien ontstaan doordat beleggingsmandaten veel vrijheid laten. Meerdere fondsen bleken hun vermogensbeheerder onvoldoende duidelijke

restricties op te leggen. Daardoor heeft de vermogensbeheerder te veel vrijheid kunnen nemen om qua beleggingscategorieën en –producten af te wijken van de strategische benchmark”.

⁶ De “prestatie-gerelateerde” bezoldiging was – blijkens het jaarverslag – bijvoorbeeld voor ABP in 2013 meer dan 72.7% van de vermogensbeheerkosten (exclusief transactiekosten en exclusief bonussen). Voor PFZW was dit 71.6%.

⁷ Zo rapporteren pensioenfondsen *Textielverzorging*, *Roeiers in het Rotterdamse havengebied*, *Onafhankelijke Raadgevend Actuarissen*, *Vroegpensioen Brandstoffenbedrijf* en *Zuivel en aanverwante industrie* in 2013 geen kosten.

⁸ DNB (2014): “DNB heeft tegelijkertijd aangegeven dat bij de beleggingscategorieën *private equity* en *hedge funds* het vermoeden bestaat dat nog niet alle kosten in beeld zijn gebracht”.

⁹ Zie De Waard (2010) en het bericht ‘APG ontslaat 2 handelaren op staande voet vanwege “frontrunning” op de site www.925.nl.

¹⁰ AFM-wetgevingsbrief, 7 december 2010, p. 5.

¹¹ Frijns et al. (2010), p. 49: “Besturen beperken zich in meerderheid tot het vaststellen van het risicobeleid op basis van wat anderen aanreiken”.

¹² J.P.H. Donner (2009), Brief van de minister van sociale zaken en werkgelegenheid, 25 mei 2009, p. 6.

¹³ Brouwer bij Room for discussion, 6 november 2012, zie video-verslag op youtube: <https://www.youtube.com/watch?v=DAOQABY38Ns>.

¹⁴ Dit was het geval bij het Notarieel Pensioenfonds (Aegon) en Pensioenfonds Predikanten (PGGM); zie *Het Financieele Dagblad* (2009). Irritatie over dubbele pet pensioenbelegger, 10 december 2009.

¹⁵ Gegevens van Statline-CBS. In 2014 – het meest recente jaar waarvoor de gegevens bekend zijn – was het percentage 65.9%.

¹⁶ NRC Handelsblad (2009), APG-dochter Loyalys schikt woekerpolissen, 2 november 2009.

Literatuur

- AFM (2014). *AFM-onderzoek naar jaarverslagen pensioenfondsen inzake kosten van vermogensbeheer en transactiekosten*. Amsterdam: Autoriteit Financiële Markten. Geraadpleegd op <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/nieuws/2014/juli/kostentransparantie-jaarverslagen-pensioenfondsen>.
- AFM (2011). *Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht*, april 2010. Amsterdam: Autoriteit Financiële Markten. Geraadpleegd op www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2011/april/kosten-pensioenfondsen,
- AFM (2010). *AFM-wetgevingsbrief*, 7 december 2010. Amsterdam: Autoriteit Financiële Markten. Geraadpleegd op www.afm.nl en [http://www.pensioenfederatie.nl/Document/Nieuws%20archief/brief-afm\[1\].pdf](http://www.pensioenfederatie.nl/Document/Nieuws%20archief/brief-afm[1].pdf).
- Bebchuk, L.A., & Spamann, H. (2010). Regulating bankers' pay. *Georgetown Law Journal*, 98: 247-287.
- Bikker, J.A. (2013). Is there an optimal pension fund size? A scale-economy analysis of administrative and investment costs. DNB working paper No. 376. Geraadpleegd op http://www.dnb.nl/en/binaries/Working%20Paper%20376_tcm47-289626.pdf.
- Bikker, J.A., & Dreu, J. de (2009). Operating costs of pension funds: the impact of scale, governance, and plan design. *Journal of Pension Economics*, 8(1), 63-89.
- Boone, J., & Damme, E. van (2007). Marktwerking in de pensioensector. NEA Paper. Geraadpleegd op www.ser.nl/nl/~media/files/internet/pensioenonderzoek/2007/2007%20marktwerking%20pensioensector%20pdf.ashx.
- Boot, A., & Cools, K. (2014). Governance en pensioenstelsel. In L. Bovenberg, C. van Ewijk en T. Nijman (red.). *Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 2014 – Toekomst voor aanvullende pensioenen*, pp. 73-96.
- Clarke, G.L. (2007). Expertise and representation in financial institutions: UK legislation on pension fund governance and US regulation of the mutual fund industry, *Twenty-first Century Society: Journal of the Academy of Social Sciences*, 2(1), 1-23.
- Deken, J.J. de (2008). Pension fund governance and stakeholding: the double trust dilemma in the control of supplementary pensions in Europe. Paper presented at the ESPANET 2008 conference held in Helsinki September 18-20.
- Dixit, A. (2002), Incentives and Organizations in the Public Sector: An Interpretative Review, *Journal of Human Resources*, 37(4), pp. 696-727.
- DNB (2014). *Vervolgonderzoek vermogensbeheerkosten in de jaarstaten*, 26 augustus 2014. Amsterdam: De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op <http://www.dnb.nl/nieuws/dnb-nieuwsbrieven/nieuwsbrief-pensioenen/nieuwsbrief-pensioenen-augustus-2014/dnb310795.jsp>.
- DNB (2011). *Nieuwsbrief Pensioenen*, april 2011. Amsterdam: De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op www.dnb.nl/binaries/Nieuwsbrief%20pensioenen%2007%20april_tcm46-250275.pdf.
- DNB (2011). *Resultaten beleggingsonderzoeken 2010*, 26 april 2011. Amsterdam: De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op www.dnb.nl/binaries/DNB%20beleggingsonderzoek%202010_tcm46-251479.pdf.
- DNB (2010a). *Resultaten beleggingsonderzoek*, 15 maart 2010. Amsterdam: De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op www.dnb.nl.
- DNB (2010b). Brief aan minister H.G.J. Kamp, 3 december 2010.
- DNB (2009a). *Beleggingsbeleid pensioenfondsen onder de loep*. Kwartaalbericht december 2009. Amsterdam: De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op http://www.dnb.nl/binaries/Beleggingsbeleid%20pensioenfondsen%20onder%20de%20loep_tcm46-227318.pdf.
- DNB (2009b). "Naar een beheerst beloningsbeleid" – *Rapportage van het onderzoek naar de beloningssituatie in Nederlandse financiële ondernemingen*, september 2009. Amsterdam: De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op http://www.dnb.nl/binaries/DNB%20rapportage%20beloningenonderzoek%20en%20goed%20practices%20september%202009_tcm46-222478.pdf.
- Donner, J.P.H. (2009). *Brief van de minister van sociale zaken en werkgelegenheid*, 25 mei 2009.
- Fernandez, R. (2011). *Explaining the decline of the Amsterdam financial centre: globalizing finance and the rise of a hierarchical inter-city network*. Proefschrift Universiteit van Amsterdam.
- Frijns, J.M.G., Nijssen, J.A., & Scholtens, L.J.R. (2010). *Pensioen: "Onzekere zekerheid"*. Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer. Een analyse van het beleggingsbeleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfondsen 19 januari 2010. Geraadpleegd op http://www.pensioenfederatie.nl/Document/Themas/Rapport_Commissie_Frijns_Onzekere_zekerheid_19jan2010.pdf.
- Hollanders, D.A. (2015). The political economy of risk allocation in the pension domain. *AIAS working paper* no. 157. Geraadpleegd op http://www.uva-aias.net/uploaded_files/publications/WP157-Hollanders.pdf.
- Hooft van Huysduynen, M., & Jonker, S. (2009). 'RBS moet schade vergoeden'. *Het Financieele Dagblad*, 7 oktober 2009.
- Hoogervorst, H. (2010). Naar een duurzame financiële sector in Nederland. Toespraak NVB ledenvergadering, 30 juni 2010.
- Klijnsma, J. (2013). Antwoorden op de Kamervragen van het lid Krol (50PLUS), 6 september 2013.
- Marriage, M. (2015). UK considers ban on non-disclosure agreements. *Financial Times*, 4 januari 2015.
- Rademakers, I., & Hinskens, T. (2011). Besturen is vooruitzien. *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, 4: 8-13.
- Sharpe, W.F. (1976). Corporate pension funding policy. *Journal of Financial Economics*, 3: 183-193.
- Trappenburg, N. (2014). Boetes dreigen voor veel pensioenfondsen. *Het Financieele Dagblad*, 9 januari 2014, p. 1.
- Waard, P. de (2010). ABP-beleggers ontslagen wegens privétransacties. *De Volkskrant*, 10 maart 2010.