

# Efficiënte implementatie

## Inleiding

*De afgelopen jaren is de roep om transparantie in de pensioenmarkt steeds sterker geworden. Dit heeft onder meer geresulteerd in uitgebreidere en meer gedetailleerde rapportages door financiële instellingen waardoor betere inzichten zijn verkregen in de kostenstructuur. Ook is gebleken dat bij de implementatie van het beleggingsbeleid veel kostenbesparingen mogelijk zijn, die op hun beurt weer bijdragen aan een beter rendement. In dit artikel gaan wij in op verschillende soorten implementatiekosten en mogelijkheden om hierop te besparen.*

## Impact van kosten

Voor de meeste pensioenfondsen veranderen de belangrijkste onderliggende factoren – risicotolerantie, de sponsorovereenkomst, lange

termijnvisies op beleggingscategorieën en cashflowvereisten — niet drastisch van jaar tot jaar. Het strategische beleggingsbeleid blijft daarom ook vaak ongemoeid of wordt alleen marginaal aangepast. Echter, in de afgelopen jaren is de regelgeving behoorlijk veranderd en zijn er verschillende ontwikkelingen op de financiële markten geweest die de hoogte van de dekkingsgraden substantieel beïnvloed hebben. Zo hebben strengere buffer- en solvabiliteitseisen en de aanhoudend lage rente ervoor gezorgd dat dekkingsgraden continu onder druk staan. Hierdoor hebben veel pensioenfondsen hun beleggingsstrategie aangepast naar een lager risiconiveau.

Het is in deze marktomgeving een uitdaging om met een aanpassing van het strategische beleggingsbeleid het verwachte rendement te verbeteren. Als we bijvoorbeeld uitgaan van een risicopremie op aandelen van 3%, dan geeft een extra allocatie van 8,3% naar aandelen een additioneel rendement van 0,25% boven de risicovrije rente. Om tot een netto-rendement te komen moeten we ook kosten meenemen. Als we uitgaan van bijvoorbeeld 0,5% voor vermogensbeheer en implementatie is er zelfs een

Auteur  
Mirjam Klijnsma'



Tabel 1 Besparingen op ondoelmatige implementatiekosten

Ondoelmatige implementatiekosten	Mogelijke besparingen	Bron
Directe kosten	8% – 10% op commissies (1bp per jaar op basis van 15% participatie)	Verondersteld wordt dat ongeveer 15-20% van de transacties binnen het CR valt. Na kosten van het programma wordt ongeveer 50% van de commissies teruggevorderd.
	10 bps per transitie (1 bp per jaar op basis van 10% manager turnover)	Gebaseerd op data van het gemiddelde van overdraagbare stukken en het implementatielek onder de definitie van de T-Standard binnen Russell's transitie universum 2013. Data werd toegepast op verschillende beleggingscategorieën en gewogen over het beheerde vermogen van 2013 per categorie.
Indirecte (verborgen) kosten	15 bps op aandelen (4 bps per jaar op basis van 25% allocatie)	Gebaseerd op Elkins McSherry Trade Cost Summary Report – Global Equity Trading, 2013. Mogelijke besparingen worden groter naarmate markten minder liquide zijn (buiten de VS en de Euroregio).
	15 bps op vastrentend (5 bps per jaar op basis van 35% allocatie)	Russell Implementatie Service trading data, 12 mnds periode eindigend op 31 december 2013 voor vastrentend.
Afwijking van het strategische beleggingsbeleid	10 bps op FX (3 bps per jaar op basis van 30% FX hedged)	Russell Implementatie Service, kostenanalyse op 173.000 FX transacties in 2011.
	13 bps per jaar door 'cash equitisation'	Gebaseerd op een historische reeks van januari 1994 tot december 2013. De portefeuille heeft 2,0% overweight cash versus beleid, waarbij het strategische beleggingsbeleid gemiddeld 6,5% rendement genereerde.
	Vermindering van de volatiliteit ten opzichte van de nagestreefde allocatie met 30-50 basispunten	Gebaseerd op een historische reeks van januari 1994 tot december 2013.

Bron: Russell Investments

allocatie van 10% aandelen nodig om een extra 0,25% rendement te genereren. Dit gaat gepaard met een hoger risicoprofiel en een hogere buffervereiste.

Als door een efficiëntere implementatie een kostenbesparing bereikt kan worden van 0,25%, heeft dit dus een vergelijkbaar effect op het langere termijn rendement als een extra allocatie van 8%-10% naar aandelen, zonder de additionele risico's en hogere FTK-bufter. Voor een belegger is het dus erg interessant om hier de nodige aandacht aan te besteden.

De aandacht voor kosten is niet nieuw. Zo publiceerde André Perold (1988) een baanbrekend artikel over de uitvoeringskosten van een beleggingsbeslissing. Hij analyseert in dit onderzoek de daadwerkelijk gerealiseerde waarde van het uitvoeren van een bepaalde beleggingsbeslissing en toont aan dat deze waarde wezenlijk beïnvloed kan worden door implementatiekosten. Het rapport van de Commissie Frijns (2010) onderschrijft dit en spreekt van "vele risico's bij de implementatie van het beleggingsbeleid door asymmetrische informatie en verschil in belangen van uitbesteder en uitvoerder".

### Implementatielek

Het zogenaamde implementatielek wordt gedefinieerd als het verlies aan rendement als gevolg van onnodige kosten in de portefeuille. Commissies, bied/laat spreads, marktimpact, belastingen en vergoedingen, 'opportunity' kosten en afwijking

van het strategische beleggingsbeleid, het zijn allemaal factoren die kunnen bijdragen aan een implementatielek. Daarbij gaat het om een aantal basispunten *op verschillende gebieden*, die bij elkaar opgeteld een substantieel gat kunnen slaan in het eindrendement van de belegger. Daarnaast resulteren ongewenste afwijkingen van het strategische beleggingsbeleid in een onnodig en onbedoeld risico, dat weer kan resulteren in kosten van een andere aard.

Implementatielekken kunnen zich uiten in verschillende typen kosten:

**Directe kosten:** zoals vergoedingen voor de effectenhandelaar en de custodian (bewaarder).

**Indirecte (verborgen) kosten:** kosten die bijvoorbeeld op kunnen treden wanneer externe partijen conflicterende belangen hebben. Bijvoorbeeld wanneer een effectenhandelaar een transactie uitvoert namens het pensioenfonds en zowel voor de koper als verkoper optreedt. In dit geval is het niet helder wiens belang voorop staat.

**Afwijking van het strategische beleggingsbeleid:** kosten die bijvoorbeeld kunnen ontstaan wanneer de allocatie afwijkt van de normportefeuille, bijvoorbeeld door onjuiste valuta- of renteafdekkingen, of door het laten 'driften' van beleggingscategorieën buiten de bandbreedtes van het strategische beleggingsbeleid.

Tabel 1 beschrijft een aantal mogelijkheden om basispunten te besparen om zo de portefeuille-performance te verbeteren.

Alhoewel de resultaten van jaar tot jaar zullen verschillen, is het samenvoegen van deze maatregelen een krachtig instrument. Onder conservatieve aannamen zoals in tabel 1, leidt deze combinatie over de lange termijn tot een besparing van 25 tot 30 basispunten netto op jaarbasis.

## Directe kosten

### *Commission Recapture*

Voor elke transactie zal de effectenhandelaar kosten in rekening brengen aan de vermogensbeheerder. Vermogensbeheerders onderhandelen over de hoogte van deze kosten die ze in de vorm van commissies terugvorderen. Dit kan soms in het belang van hun klanten zijn (hard dollar) maar vermogensbeheerders kunnen hier ook gebruik van maken om hun eigen kosten te compenseren bijvoorbeeld voor de financiering van broker research (soft dollar).

Via een Commission Recapture (CR) programma kan een belegger deze commissie gedeeltelijk terug vorderen om deze belangenverstremming te minimaliseren en daarbij de totale transactiekosten te verlagen.

### *Transitie Management*

Een andere vorm van directe kosten, zijn kosten die hun oorzaak vinden in onbeheerde transitieën. Iedere wijziging binnen een beleggingsportefeuille, zoals het vervangen van een vermogensbeheerder of het aanpassen van het strategische beleggingsbeleid, kan onder de noemer ‘transitie’ worden gebracht. Deze wijzigingen hebben vaak omvangrijke transacties in de onderliggende aandelen en obligaties tot gevolg. Als deze simpelweg volledig verkocht en aangekocht worden gaat dit vaak gepaard met hoge transactiekosten en kan er sprake zijn van ongewenste (verminderde) exposure in de markt.

Transities verschillen qua complexiteit, maar bij elke omvang dient het minimaliseren van alle kosten en risico's en het zorgdragen voor een efficiënte en tijdige afronding van het gehele project voorop te staan. Expliciete kosten omvatten onder meer transactiekosten op beleggingsfondsen, commissies, belastingen en vergoedingen op effectentransacties. Impliciete kosten zijn meestal moeilijker te meten en omvatten bijvoorbeeld bied-laatspreads en markt impact.

De kosten van een transitie kunnen worden beïnvloed door een groot aantal factoren. Een algemene inschatting van de transitiekosten is dan ook moeilijk te geven. De drie belangrijkste factoren die transitiekosten beïnvloeden zijn:

- **Implementatietijd:** De tijdsfactor kan bepalend zijn. Hogere kosten kunnen ontstaan door een snelle, ondoordachte handelsbenadering en daarbij de mogelijke beïnvloeding van de markt. Een meer bedachtzame benadering kan deze kosten terugbrengen of zelfs elimineren.
- **Marktkapitalisatie/beleggingscategorie:** Transitieën in ontwikkelde markten zijn over het algemeen goedkoper dan in opkomende

markten. Tevens is het handelen in aandelen van grote ondernemingen (large cap) vaak goedkoper dan in die van kleine ondernemingen (small cap).

- **Gemeenschappelijke karakteristieken van de beleggingsportefeuille:** In de meeste transitieën kunnen bestaande beleggingen worden gebruikt om de nieuwe portefeuille op te bouwen. In plaats van deze effecten te verhandelen worden ze zonder kosten overgedragen. Hoe meer effecten overeenkomen hoe lager de transitiekosten zullen zijn.

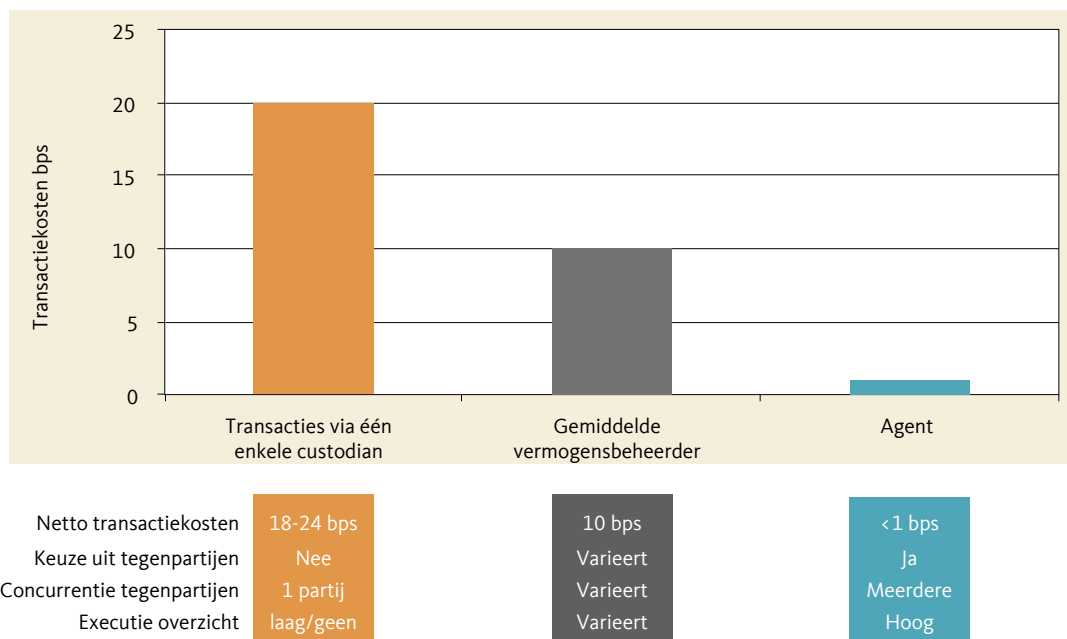
## *De daadwerkelijk gerealiseerde waarde van het uitvoeren van een bepaalde beleggingsbeslissing kan wezenlijk beïnvloed worden door implementatiekosten*

Naast de aandacht voor de kosten is het belangrijk om ervoor te zorgen dat alle risico's tijdens de transitie worden geïdentificeerd en gemonitord en dat deze tot een minimum worden beperkt. Expliciete en impliciete kosten zijn vaak minimaal vergeleken bij kosten die kunnen optreden als de risico's niet goed gemanaged worden. Er zijn verschillende risicocategorieën aanwezig tijdens de uitvoering van een transitie, bijvoorbeeld operationeel risico ('settlement' risico en miscommunicatie) en beleggingsrisico (ongewenste marktexposure).

Indien men gebruik maakt van een transitie-manager kan performancemeting op basis van de T-standard<sup>b</sup> houvast bieden. De T-standard is een in 2003 door Russell Investments ontwikkelde methode die inmiddels als marktstandaard wordt beschouwd. Hierbij wordt de uitkomst van een transitie vergeleken met een optimale uitkomst (waar de doelportefeuille onmiddellijk wordt behaald zonder kosten) en de distributie van mogelijke uitkomsten. De analyse wordt gedaan op dagbasis en alle gebruikte prijzen moeten achteraf verifieerbaar zijn.

Op deze wijze verkrijgt de klant een objectieve, complete rapportage van de performance tijdens de transitie, waarbij de start- en einddata gefixeerd worden en de transitie-manager de meting niet kan beïnvloeden. Transparantie is evident hier. De methode laat zien hoe kritische factoren het portefeuillerendement beïnvloeden tijdens de implementatiefase. Deze consistentie in de rapportage is een vereiste voor klanten om transitie-managers effectief te kunnen vergelijken.

Figuur 1 Vergelijking van strategieën voor de uitvoering van FX-transacties over periode 2010-2011



Bron: Russell Investments

Opmerkingen: Analyses van 2010 en 2011. De resultaten kunnen variëren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Slechts ter illustratie.

### Indirecte (verborgen) kosten

Indirecte kosten treden op wanneer dienstverleners tegen het belang van het fonds in handelen. Uit onderzoek naar de kosten van valutatransacties blijkt bijvoorbeeld dat veel institutionele beleggers teveel betalen voor een service die, gezien het uitgebreide aanbod van tegenpartijen, lage kosten met zich mee zou moeten brengen. Dit wordt onder meer veroorzaakt door verborgen kosten.

Een analyse van ruim 173.000 FX transacties (2010/2011) voor een totaal aan assets van ongeveer € 58 miljard liet zien dat de gemiddelde kosten van een FX transactie ongeveer 10 basispunten bedragen. Deze kosten zijn aanzienlijk hoger dan men zou verwachten op basis van de circa 1 tot 3 basispunten bied-laatspread voor de meest verhandelde valuta in ontwikkelde markten. Bovendien bleek dat er een grote spreiding rond dit gemiddelde van 10 basispunten te bestaan, tot een maximum van 37 basispunten. Er is voor een groot aantal institutionele beleggers dus ruimte om een significante kostenbesparing door te voeren.

In de praktijk blijkt dat niet alle vermogensbeheerders specialistische expertise voor de uitvoering van FX transacties in huis hebben. In combinatie met een tekort aan transparantie in de prijsvorming heeft dit ervoor gezorgd dat deze enorme prijsverschillen over het algemeen niet helder op de radar van beleggers staan.

Om tot een goede vergelijking van de kosten voor FX te komen, hebben wij de bovengenoemde 173.000 FX-transacties gerangschikt naar de drie meest voorkomende uitvoeringsstrategieën.

#### 1. Transacties via één enkele custodian

In deze strategie wordt de valutatransactie door één enkele custodian uitgevoerd. Bij deze benadering wordt slechts één tegenpartij gebruikt

voor alle FX-transacties en is er dus geen concurrentie wat prijs betreft. Vaak is er geen sprake van transparante prijsvorming.

#### 2. Doorsnee vermogensbeheerder

Hier worden de valutatransacties uitgevoerd door vermogensbeheerders die geen specifieke FX-transactie desk hebben. Hoewel de FX-transacties in deze strategie niet allemaal via een enkele tegenpartij lopen, is er in de praktijk minder aandacht voor het realiseren van de laagst mogelijke kosten. Transparantie is hier over het algemeen van een lager niveau dan gewenst.

#### 3. Transacties via een 'Agent'

In het geval van een 'Agent' wordt een derde partij ingehuurd die als enig doel heeft de kosten van alle FX-transacties zo laag mogelijk te houden. Het resultaat is dat meerdere tegenpartijen concurreren met elkaar in een poging de beste prijs te verkrijgen. Deze methodiek geeft de mogelijkheid tot volledige transparantie rond prijsvorming.

Figuur 1 laat de verschillen in transactiekosten zien afhankelijk van de gekozen uitvoeringsstrategie. Door met een 'Agent' te werken, kunnen de netto-transactiekosten tot minder dan 1 basispunt worden teruggebracht, exclusief de vergoeding voor de 'Agent'.

Als we gemakshalve uitgaan van een portefeuille van € 1 miljard, waar 60% belegd is buiten de Eurozone (circa € 600 miljoen) en dat de turnover per jaar gemiddeld 33% van deze assets bedraagt (circa € 200 miljoen), zijn de netto transactiekosten in euro's voor elk van de bovenstaande modellen als volgt:

Tabel 2 Doorvertaling van verschillende FX-uitvoeringsstrategieën naar netto-kosten

	Indirect via een custodian	Gemiddelde vermogensbeheerder	Agent
Netto transactiekosten per jaar	ca. €400.000 (20 basispunten)	ca. €200.000 (10 basispunten)	ca. €20.000 (1 basispunt)
Mogelijke besparing (alleen voor netto transactiekosten)	n.v.t.	ca. €200.000	ca. €380.000

Bron: Russell Investments

Uit tabel 2 blijkt dat een fonds van € 1 miljard middels het inhuren van een 'Agent' de FX transactiekosten op jaarbasis met ongeveer € 380.000 zou kunnen verminderen in vergelijking met uitvoering door een custodian. Als hierbij de vergoeding voor de 'Agent' wordt meegenomen resulteert een netto bedrag van ongeveer € 330.000. Daarbij wordt uitgegaan van een totale vergoeding van 3 basispunten voor het werken met een 'Agent' voor FX transacties, inclusief de netto kosten voor FX transacties. Over het algemeen variëren de kosten van een 'Agent' tussen de 2-4 basispunten op jaarbasis, afhankelijk van de grootte van de portefeuille.

## Besparingen op implementatiekosten kunnen, onder conservatieve aannames, oplopen tot 25 basispunten of meer op jaarbasis

### Afwijking van het strategische beleggingsbeleid

Door de tijd heen kunnen in verschillende delen van een portefeuille cashposities ontstaan. Deze cashposities zorgen voor afwijkingen ten opzichte van de overeengekomen allocatie en dragen vrijwel niet bij aan de performance. Door een continue monitoring van de actuele portefeuille positionering en de implementatie van duidelijke processen kan men direct bijsturen in het geval van bijvoorbeeld ongewenste grote cashposities of het 'driften' van de overeengekomen allocaties.

Gedegen risicomangement vereist een infrastructuur, systemen en datavoorziening die het mogelijk maakt om transparantie te bieden op het niveau van de onderliggende posities. Zo kan men op elk gewenst moment inzicht verkrijgen in zowel de cashposities van de onderliggende managers als op totaal fondsniveau. Met behulp van derivaten, zoals futures, kunnen deze cashposities (middels 'cash-equitisation') vervolgens worden omgezet

naar de gewenste allocaties. Een portefeuille overzicht laat verder de impact zien van de huidige positionering ten opzichte van het strategische beleid. Ook hier kunnen derivaten worden ingezet om de rebalancing naar de gewenste allocatie te bewerkstelligen. In de praktijk zullen 'cash-equitisation' en 'rebalancing' veelal tegelijkertijd plaatsvinden om de performance te verbeteren en ongewenste risico's te verminderen.

### Slotwoord

Gebaseerd op de onderzoeken en ervaringen van Russell Investments rond het thema implementatie (kosten) kunnen kosten die gepaard gaan met het uitvoeren van een beleggingsbeslissing een materiële impact hebben op de gerealiseerde waarde. Besparingen op implementatiekosten kunnen, onder conservatieve aannames, oplopen naar 25 basispunten of meer op jaarbasis. Dit is zelfs het geval voor de grote en over het algemeen efficiënt opererende pensioenfondsen.

Schijnbaar kleine kostenbesparingen kunnen in de loop der jaren oplopen tot grote bedragen. De impact van een nettobesparing van 25 basispunten op jaarbasis is op de lange termijn gelijk aan een additionele allocatie van 8%-10% naar aandelen. Theoretisch gezien zou 25 basispunten extra beleggingsrendement per jaar over een verondersteld werkzaam leven van 40 jaar, het pensioeninkomen met 9,8% kunnen verhogen (hierbij wordt niet meegenomen dat de besparingen na pensionering nog steeds van toepassing zijn).<sup>2</sup>

Het is dus van belang de implementatie van beleggingsbeslissingen continu te monitoren en voortdurend te evalueren, waarbij transitie-management en valutatransacties geen uitzondering vormen. ■

### Literatuur

- Frijns, J., Nijssen, J. en L. Scholtens, 2010, Pensioen: "Onzekere zekerheid", Commissie Frijns, pag. 42
- Perold, A.F., 1988, The implementation shortfall: paper versus reality, Journal of Portfolio Management, vol. 14 nr. 3: 4-9.
- Raynor, L., Russell Research, 2012, "Still overpaying for FX?"

### Noten

- 1 Mirjam Klijnsma RBA, Director, Transition Management EMEA – Russell Investments.
- 2 Hierbij wordt een langetermijnrendement aangenomen van 7%, dan:  $(1,07)^{40} = 14,97$ .  
Tel daarbij 25 basispunten op en start opnieuw:  $(1,0725)^{40} = 16,44$ .