

Beleggingsmist

In de Verenigde Staten zijn sommige beleggingsfondsen in conflict met toezichthouders vanwege ongeoorloofd gedrag. Concrete rook in Nederland ontbreekt, maar dat garandeert niet dat er geen vuur is. Hoever moeten toezicht en verantwoording gaan? (Zie ook pagina 46)

BERT BAKKER

Wanneer fraude of misbruik van vertrouwen aan het licht komt, zoals vorig najaar bij aanbieders van Amerikaanse beleggingsfondsen, dan mag je rustig van een schandaal spreken. Maar is het ook verrassend?

Niet voor wie vertrouwd is met de agency-problematiek. Net als destijds bij Enron, Worldcom en Ahold hebben Amerikaanse fondsenaanbieders als Putnam en Pilgrim-Baxter misbruik kunnen maken van de ruimte die beleggers - de principalen - gaven aan vermogensbeheerders - de agenten - om met hun geld naar eigen goeddunken te beleggen. En ze hebben gedacht dat de toezichthouders, externe accountants en Security and Exchange Commission (SEC) wel alarm zouden slaan als er iets mis was.

Gemak

Particulieren die vermogensbeheer aan beleggingsfondsen uitbesteden, doen dat onder meer omdat ze er zelf niet meer mee bezig willen zijn. De animo om jaarverslagen te lezen, is bijzonder klein. Ze accepteren dat ze een deel van hun jaarrendement moeten inleveren in ruil voor gemak (en meestal ook risicospreiding). In het verleden leek er inderdaad weinig aanleiding om te twijfelen aan de integriteit van beleggingsfondsenaanbieders of aan de taakopvatting van de toezichthouders. Het grootste probleem in de recente Nederlandse geschiedenis speelde begin jaren negentig rond het vastgoedfonds Rodamco. Maar dat debacle werd minder geweten aan lacunes in de toezicht- of governance-structuur, dan aan het achteraf onhoudbare concept van een beursgenoteerd fonds met veranderlijk kapitaal dat in illiquide objecten (kantoor- en winkelpanden) belegt.

AFM-onderzoek

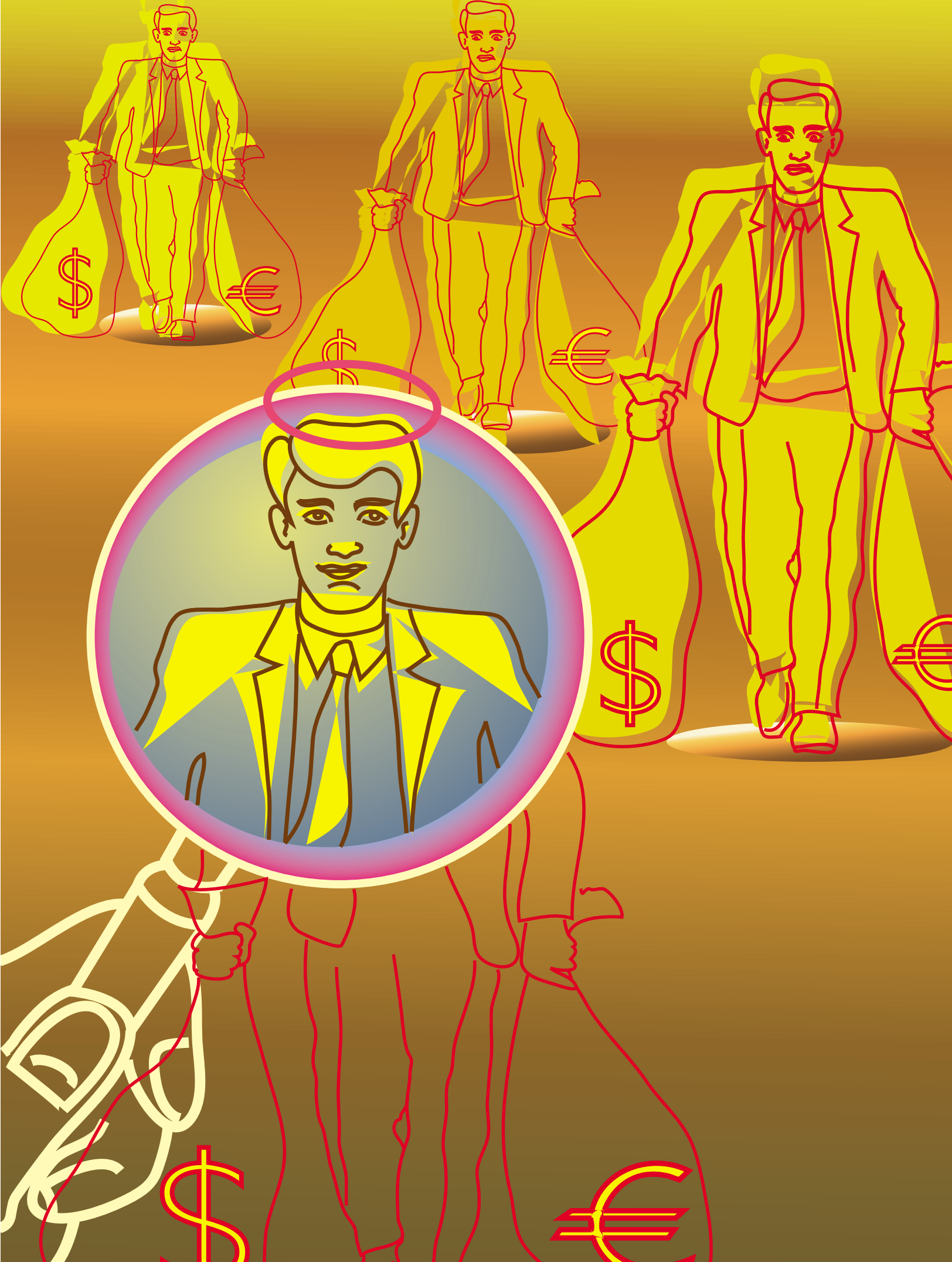
Dit alles neemt niet weg dat er volop reden is alert te blijven. Ook in Amerika immers werd de *mutual fund industry* tot een halfjaar geleden beschouwd als een van de meest solide takken van de financiële dienstverlening. Ten onrechte, zo bleek.

Nederlandse beleggingsfondsen zitten, met name doordat ze in meerderheid beursgenoteerd zijn, anders in elkaar dan Amerikaanse, waardoor speculatie op verschillen tussen de intrinsieke waarde van een fonds en de beurskoers via *market timing* en *late trading* - zoals daar gebeurde - minder eenvoudig is. Maar het zou naïef zijn aan te nemen dat waar geen rook is, ook wel geen vuur zal zijn. Kennelijk vond de Nederlandse toezichthouder, de Autoriteit Financiële Markten dat ook, want eind oktober 2003 zette deze een 'breed, thematisch onderzoek' in gang waarvan de resultaten dit voorjaar worden verwacht.

Ondoorzichtig

Doel van dat onderzoek is enerzijds de huidige praktijk te inventariseren, anderzijds wilde de AFM nu eens naar een paar aspecten echt goed kijken. Bijvoorbeeld: zijn er discrepanties tussen wat een fonds in zijn prospectus zegt te doen, wat het jaarverslag daarover zegt, en wat er werkelijkheid gebeurt? Zowel waar het gaat om het gevoerde beleggingsbeleid en de koersvorming als qua kostenstructuur. Punten van speciale aandacht zijn de relatie tussen de fondsbeheerder en de marktonderhoudende partijen, en afwijkingen tussen intrinsieke waarde en beurskoers.

Er is al heel lang kritiek op de ondoorzichtig-



heid van fondsen en er is vaak gesuggereerd dat er ongemerkt toch kleine stroompjes geld 'weglekken' uit de gezamenlijke pot van beleggers naar de fondssponsor (zie kader Stichting Bijsluiterscore).

Extern accountant

De vraag is of de externe accountants van die fondsen wel in een positie zijn om waar te nemen wat er precies gebeurt. Want de processen zijn complex en er is een aantal grijze gebieden (zie rubriek 'de Interne accountant'), met name rond de vraag hoe de koers van een fonds wordt gestuurd binnen de ruimte rondom de intrinsieke waarde. En ook de verantwoording van de transactiekosten die traders maken als ze namens een fonds effecten kopen en verkopen, valt in een jaarverslag niet terug te vinden.

Joost Hendriks is partner bij Ernst & Young en heeft zich als controlerend registeraccountant op de sector 'Asset Management' toegeleid, waar ook beleggingsfondsen toe behoren.

Hij erkent dat kortingen die traders bedingen op transactiekosten niet zichtbaar in een jaarverslag worden gespecificeerd. "Maar", zegt hij, "als extern accountant kan ik die wel degelijk op de voet volgen. En als er iets niet zou kloppen kan ik dat rapporteren".

Over het handelen in aandelen van het fonds zelf, zoals de liquidity provider doet als die bezig is de koers van een aandeel binnen een beperkte marge rondom de intrinsieke waarde te houden, zegt Hendriks: "Dat wordt gedaan door een partij die organisatorisch los staat van het fonds en de fondsaanbieder. Als extern accountant van het fonds dien je vast te stellen of die partij zijn verplichtingen conform gemaakte afspraken nakomt."

Governance

Particuliere beleggers vertrouwen op accountants en beursautoriteiten als waakhonden van fondsen en fondsaanbieders. Maar geldt dat ook voor institutionele beleggers?

Lucas Vermeulen, adviseur bij het in Rotterdam gevestigde bureau Ortec, werkt hoofdzakelijk voor pensioenfondsen die willen weten of en aan welke vermogensbeheerders ze hun geld kunnen toevertrouwen. Vermeulen: "Kleinere institutionele beleggers maken ook gebruik van retail-fondsen en ze kampen dus met dezelfde onduidelijkheden. Voor die klanten kijken we nadrukkelijk naar de governance-procedures bij de sponsor. Dus: zijn functie's correct gescheiden, hoe is de compliance geregeld enz."

Stichting Bijsluiterscore: Fondsen nog steeds niet transparant

Fondsenbeleggers zijn niet makkelijk uit hun luie stoel te krijgen en ook de Vereniging van Effecten Bezitters ziet beleggingsfondsen niet als een prioriteit. De Consumentenbond volgt de sector wel vrij consequent en lobbyt ook. Met onder meer als gevolg dat fonds-aanbieders tegenwoordig voor elk product een financiële bijsluiter moeten maken en verplicht zijn hun *total expense ratio* op te geven, ook in het jaarverslag (totaal van beheervergoeding en kosten, als percentage van de gemiddelde waarde van de fondsportefeuille). Daarmee lijkt de transparantie verbeterd.

Maar de Stichting Bijsluiterscore, die beleggingsfondsen tegen het licht houdt, vindt dat het nog veel beter moet. Wie de website - www.bijsluiterscore.info - bezoekt ziet dat fondsen een score krijgen ten aanzien van de inzichtelijkheid van kosten, risico, en rendementen. De commentaren zijn niet mals.

Een van de initiatiefnemers is Anton Greefhorst, van huis uit registeraccountant. Hij denkt dat fondsenaanbieders nog steeds kosten aan fondsbeleggers kunnen doorberekenen die ook in het door een accountant gecertificeerde jaarverslag niet te vinden zijn.

Greefhorst: "De transactiekosten die traders maken als ze namens de fondsbeheerder effecten aan- en verkopen, belopen volgens onze schatting 0,1 tot vier procent per jaar van de waarde van een portefeuille. Maar in de boeken zie je alleen de nettoprijzen."

Wat Greefhorst ook niet zint is dat hij niet zeker weet of alle kortingen op transactieprovisies die traders bij brokers bedingen, wel volledig ten goede komen aan de fondsportefeuilles. Bijna retorisch vraagt hij: "Waarom zouden aanbieders van gewone, maar ook van hedgefondsen, niet veel uitvoeriger kunnen rapporteren?" En: "Waarom krijg je niet te zien hoe beheerkosten worden verrekend als vermogensbeheerders werken met mixfondsen die deels beleggen in een Amerika-fonds van hetzelfde huis, dat op zijn beurt in een nog grotere, *gepoolde* Amerikaportefeuille doorbelegt? Ik kan daar alleen naar raden."

'Waarom zouden aanbieders van fondsen niet veel uitvoeriger kunnen rapporteren?'

Governance versus performance?

Hoe denken de fonds-aanbieders zelf over transparantie en toezicht? Hans Janssen Daalen, voorzitter van een recent opgerichte koepelorganisatie van fondssponsors, Dutch Fund Association (Dufas), sprak vorig jaar november tijdens een door Ernst & Young georganiseerd seminar de wens uit dat de code Tabaksblat niet zou worden toegepast op beursgenoteerde beleggingsfondsen. Die wens is inmiddels gehonoreerd, maar opmerkelijk was dat hij - tegen de achtergrond van dat pleidooi - ietwat omineus afsloot met de vraag: "Wat zullen (...) beleggers uiteindelijk belangrijker vinden: good governance of good performance?" Dat meer toezicht geld kost, is evident. De vraag is of dat ook geldt voor meer transparantie.

Een factor van toenemend belang is dat een asset manager zich conformeert aan de regels voor prestatiemeting zoals voorgeschreven in de Global Investment Performance Standards (GIPS). Vermeulen: "Dat geeft enige houvast bij het vergelijken van rendement en kosten."

Risico's

Het doel dat de AFM zich heeft gesteld bij het onderzoek in de beleggingsfondsenbranche, waarvoor een team van 25 personen is geformeerd, klinkt als een bevestiging van de kritiek dat fondsen op bepaalde punten nog altijd te weinig inzicht geven.

Paul Koster, de AFM-bestuurder die beleggingsfondsen in zijn portefeuille heeft: "Ook wij hebben tijdens ons onderzoek gemerkt hoe complex de processen rond beleggingsfondsen kunnen zijn. Het verbaast me eerlijk gezegd niet dat het voor particuliere beleggers lastig kan zijn goed inzicht te krijgen."

Mede daarom praat hij ook met een organisatie als de Consumentenbond over het ontwikkelen van een risico-indicator, als toevoeging bij de financiële bijsluiter. Daarmee zouden beleggers de rendementskansen en risico's van een fonds makkelijker moeten kunnen doorgronden. Maar zover is het nog niet.

Grote verschillen

Uit de inventarisatie leerde de AFM inmiddels dat de praktijk grote verschillen laat zien tussen fondsaanbieders, zowel als het gaat om procedures en *checks and balances*, als om de houding van het management ten aanzien van regelgeving. Koster: "Kennelijk bestond daarover dus onduidelijkheid."

Gaande het onderzoek ontwikkelden ook bij de AFM de ideeën zich over hoe het toezicht effectiever zou kunnen. "Elk aspect van beheer en governance van een fonds en de sponsor bekijken we: de interne accountantsdienst, de compliance, en ook de *audit trail*, dus de rol van de externe accountant. Ik kan me voorstellen dat in ons eindrapport aanbevelingen op een aantal van die aspecten te vinden zullen zijn."

Stevig toezicht

Koster staat bekend als voorstander van stevig neergezette governance-structuren. Hij zou er niet van opkijken als die structuur voor de fondsenwereld gaat tenderen naar een model à la Sarbanes-Oxley, dat nu in de Verenigde Staten voor bedrijven geldt. "Met name op het punt van de onafhankelijkheid van toezicht. Intern gaat het dan om de raad van commissarissen, en extern om de controlerend accountant."

Toch beseft Koster ook dat hij voorzichtig moet zijn met het willen implementeren van een te zware toezichtstructuur. "Meer toezicht kost onmiskenbaar meer geld."

Bovendien zal hij er rekening mee moeten houden dat fondsaanbieders een alternatief hebben: ze kunnen met hun hele hebben en houden naar Luxemburg verhuizen. Robeco, nestor van de Nederlandse beleggingsfondsenwereld, is daar al mee begonnen.

Niet zozeer omdat het toezicht daar minder strikt zou zijn, maar omdat daar niet met de complexe systematiek van de doorlopende notering wordt gewerkt. De belegger kan in dat systeem eenmaal per dag instappen tegen de intrinsieke waarde en weet van tevoren welk percentage hij aan instapkosten betaalt.

Onevenredig

Ook de AFM zal zich er rekenschap van moeten geven dat een massaal vertrek van beleggingsfondsen van Euronext haar door de Amsterdamse financiële gemeenschap niet in dank zou worden afggenomen.

De Nederlandse beleggingsfondsenbranche heeft vorig jaar een belangenorganisatie opgezet: de Dutch Fund Association, die zich verzet tegen een onevenredig zwaar toezichtinstrumentarium.

'Amerikaanse toestanden'

Tot een halfjaar geleden was het Amerikaanse wereldje van *mutual funds* een oase van rust. Tot een aantal activistische deelnemers in beleggingsfondsen, de inmiddels fameuze New Yorkse openbaar aanklager Eliot Spitzer zover kregen een aantal fondsaanbieders aan te klagen en aan te tonen dat zij zichzelf of grote klanten bevoordeelden op kosten van particuliere beleggers.

Dat misbruik heeft te maken met de Amerikaans systematiek van in en uit fondsen stappen. Wie een Amerikaans fonds koopt, betaalt (na inhouding van meestal forse provisies) de Net Asset Value (NAV), maar die wordt eens per dag, bij het sluiten van de handel, berekend. Koop- en verkooporders moeten kort daarvoor, om vier uur 's middags, zijn doorgegeven. De volgende ochtend worden ze uitgevoerd. Dit schiep mogelijkheden voor diverse vormen van misbruik:

- **Late trading.** De fondsaanbieder gaf grote beleggers de gelegenheid om na sluiting van de New Yorkse beurs, maar op het moment dat de handel in Azië en vervolgens Europa al weer begonnen was, alsnog in of uit te stappen tegen de NAV van uren eerder. Daarmee kregen die grote klanten een voordeel op kosten van de zittende, kleine aandeelhouder. Deze praktijk was illegaal.
- **Market timing.** Een hedge-strategie die niet per se onwettig is, maar via een omweg aan de waarde van een fondsportefeuille knaagt. Het verschil tussen de NAV en de koers van een fonds kan in volatiele markten vrij groot zijn. Dat biedt hedge-fondsen de gelegenheid daaraan te verdienen.
- **Soft dollar agreements.** Traders in dienst van fondsaanbieders doen continu zaken met effectenmakelaars (brokers). Die doen graag iets terug als ze grote transacties mogen uitvoeren. Korting op provisies, diensten, maar ook cadeautjes.

De Nederlander Geert Rouwenhorst, professor of Finance aan de Yale School of Management, toonde aan dat handelaren die gebruik maken van openbare informatie, via continue arbitrage tussen de fondskoers en een gesimuleerde fondsportefeuille aanzienlijk winsten kunnen maken. Rouwenhorsts publicaties hielpen activistische fondsbeleggers hun zaak tegen beleggingsfondsenhuizen te onderbouwen.

Tot een halfjaar geleden was het Amerikaanse wereldje van 'mutual funds' een oase van rust.

Ernst & Young-accountant Joost Hendriks kan zich dat goed voorstellen: "Het is niet terecht om een beleggingsfonds, omdat het toevallig beursgenoteerd is, te behandelen als een onderneming die een onafhankelijke raad van commissarissen hoort te hebben, en moet voldoen aan de code Tabaksblat of Sarbanes-Oxley." Voor een vastgoedbelegger kan hij zich dat nog wel voorstellen. Maar een gewoon beleggingsfonds kun je volgens Hendriks niet met een bedrijf vergelijken. Dat is een financieel product, vindt hij. "Je hebt in Nederland ook fondsen die aan unit linked-verzekeringen zijn gekoppeld, en niet-genoteerde fondsen voor gemene rekening. Moeten die dan ook onder dat toezichtregime vallen? We moeten een *level playing field* hebben voor vergelijkbare financiële producten."

IFRS

Dat pleidooi heeft gehoor gevonden, want voor genoteerde fondsen die een NV zijn, is inmiddels een uitzondering gemaakt.

Hendriks wijst er wel op dat er nog steeds een gevaar van belangenverstremming bestaat als de beheerders en de bestuurders van een beleggingsfonds in dienst zijn van dezelfde financiële instelling. "Die kunnen belangen hebben die tegengesteld zijn aan die van de belegger."

Verder denkt hij dat er nog een stap gemaakt kan worden om fondsen transparant en vergelijkbaar te maken: "Als in de toekomst alle Europese beleggingsfondsen wereldwijd zouden rapporteren volgens de International Financial Reporting Standards dan heb je die ten minste allemaal onder één noemer." ■