

Beleggingsmist

Nederlandse beleggingsfondsen werken anders dan Amerikaanse, maar kennen wel degelijk 'grijze gebieden'. Interne toezichthouders moeten zorgen dat in elk geval de 'fabrieksleiding' nog weet wat er op de vloer gebeurt.

BERT BAKKER

de **Interne**
accountant

De meeste Nederlandse beleggingsfondsen zijn beursgenoteerde NV's met de juridische hoedanigheid

van Beleggings Maatschappijen met Veranderlijk Kapitaal (zie kader). Die lenen zich minder voor het soort misbruik dat in de Verenigde Staten tot problemen heeft geleid. Maar uit een oogpunt van zowel doorzichtigheid voor de buitenwacht als van intern toezicht zijn die beursgenoteerde fondsen wel problematisch.

Er zijn met name twee 'grijze' gebieden: het eerste betreft de totstandkoming van de koers in relatie tot de intrinsieke waarde, het tweede de verrekening van de transactiekosten die de fondsbeheerder maakt als hij effecten koopt en verkoopt.

Marge

De waarde van de aandelen of obligaties in een fondsportefeuille schommelt voortdurend. De koers van het fonds moet daarvan een afspiegeling zijn. Maar de vraag- en aanbodverhouding in aandelen van het fonds zelf is niet altijd in evenwicht. Daarom zou die koers makkelijk kunnen gaan afwijken van de intrinsieke waarde van de portefeuille (ook wel: Net Asset Value - NAV). Bij besloten fondsen gebeurt dat ook. Daar ontstaan soms grote 'discounts', of juist 'premies' ten opzichte van de intrinsieke waarde.

Bij open fondsen worden die schommelingen in principe geabsorbeerd door uitgifte dan wel

inname van aandelen, zodat degenen die kopen als de fondskoers onder druk staat, niet worden bevoordeeld ten opzichte van zittende aandeelhouders die de NAV betaalden.

Om kleine in- en uitstromen op te vangen wordt er gewerkt met een buffertje van fondsaandelen. Daarmee wordt de koers binnen de afgesproken marge gehouden, meestal maximaal 2,5 procent hoger dan de NAV, en niet meer dan 1,5 procent lager.

Balanceerwerk

Dit balanceerwerk besteedt de fondssponsor uit aan een liquidity provider - meestal een bank of bedrijfsonderdeel gelieerd aan de fondssponsor. Deze dempt wisselingen in vraag en aanbod door gedurende de handelsdag zelf kleine posities aan te houden. Daarop worden soms kleine verliezen, soms kleine winsten gemaakt. De meeste fondsenaanbieders zeggen dat die liquidity provider geen winstdoelstelling heeft. Maar wat er precies gebeurt is zeer moeilijk te volgen, ook al omdat de buitenwereld niet weet of er per saldo stukken worden geplaatst of ingenomen. En een feit is dat een fondsbelegger die koopt op een dag dat de koers toevaltig 2,5 procent boven de intrinsieke waarde staat en verkoopt op een dag dat het fonds daar 1,5 procent onder zit, bij een onveranderde NAV vier procent rendement kwijt is.

Transacties

Het tweede grijze gebied zit aan de 'andere kant' van het fonds: dáár waar namens de

fondsbeheerder aan- en verkooptransacties in aandelen, obligaties of derivaten (futures, opties) worden uitgevoerd. De fondsbeheerder doet namelijk niet zelf zaken met brokers, maar geeft zijn 'bestellingen' door aan een trading desk van de sponsorende bank of vermogensbeheerder.

Natuurlijk hoort elke bank of vermogensbeheerder strikte regels te hebben om te zorgen dat die traders geen eigen zaakje kunnen drijven door te arbitrageren met wisselende posities in aandelen. En als er al kortstondig posities worden ingenomen die tot winst of verlies leiden, dan horen er afspraken te zijn of dat voor rekening van de belegger in het fonds komt of voor de partij die het fonds aanbiedt. Dat laatste geldt ook voor kortingen die de traders bij hun brokers kunnen bedingen op de transactiekosten.

Interne accountant

Pim Poppe is hoofd van de afdeling risk management bij fondsaanbieder Robeco in Rotterdam. Hij zegt zich wel te kunnen voorstellen dat de buitenwacht moeite heeft de processen binnen fondsenaanbieders te doorgronden. "Dat is een van de redenen waarom Robeco bezig is het merendeel van de fondsen naar Luxemburg te verplaatsten. Dat systeem is eenduidiger. Het maakt het ons ook makkelijker transparant te zijn, althans wat betreft de zogeheten op- en afslag ten opzichte van de intrinsieke waarde van de fondsaandelen." Primair verantwoordelijk voor het naleven van de richtlijnen van het prospectus is de fondsmanager. Poppe: "Risk management en compliance zien daar op toe en de internal audit-functie op zijn beurt zal eens in de zoveel tijd controleren of iedereen zijn taken naar behoren uitvoert."

Er is regelmatig contact tussen fondsbeheerder, de afdelingen risk management, compliance (dat op individuele naleving let) en de interne accountantsdienst.

Bij Robeco wordt de feitelijke boekhouding geproduceerd door de controlling-afdeling. De interne accountants stellen ook hier weer vast of de processen goed zijn opgezet en of er volgens die opzet wordt gewerkt.

Externe accountant

De externe accountant controleert in principe het hele proces en ook, steekproefsgewijs, de orderstromen die van het fondsmanagement via de trading-desk naar externe brokers gaan. Hij vergelijkt mandaten of prospectussen met het beleggingsbeleid van individuele fondsen en met de inhoud van fondsportefeuilles. Verder controleert hij de datastromen, de processen en de naleving daarvan. Het resultaat van zijn bevindingen legt hij neer in een management letter die besproken wordt met de fondsbeheerder, de raad van bestuur en de raad van commissarissen. Daarnaast vinden er tripartiete gesprekken plaats met de toezichthouders - Autoriteit Financiële Markten en De Nederlandsche Bank -, de externe accountant en het management van de vermogensbeheerder.

Matroesjka-pop

Het verwijt van de buitenwacht dat fondsen te weinig transparant zijn heeft veel te maken met de complexiteit van constructies die gebouwd zijn om door een vorm van standaardisering de kosten van het beleggingsproducten laag te houden en tegelijkertijd een breed

Toezichtcomplicaties

De meeste Nederlandse beleggingsfondsen zijn doorlopend beursgenoteerde vennootschappen met een open-ended structuur, ofwel Beleggings Maatschappijen met Veranderlijk Kapitaal (BMVK's). De koers van die fondsen moet zo worden gestuurd dat die de intrinsieke waarde van een portefeuille (ook wel: Net Asset Value - NAV) binnen een afgesproken marge zo nauw mogelijk volgt. Dat proces is al moeilijk transparant te maken, maar wat de zaak nog ingewikkelder maakt - ook uit oogpunt van toewijzing aan individuele fondsen van kosten en baten - is dat de fondsaanbieder probeert het aantal transacties beperkt te houden door orders zoveel mogelijk te centraliseren, dus te bundelen, en te salderen. Die clearing vindt plaats bij de bij koop- en verkooporders die de fondsbeleggers soms bij duizenden tegelijk doorgeven aan de fondsaanbieder. Maar ook bij de orders die de fondsbeheerders laten uitvoeren door de trading desks. Als bijvoorbeeld de beheerder van een wereldaandelenportefeuille en van een Amerikaanse aandelenportefeuille tegelijkertijd een blok IBM-aandelen willen kopen, dan ligt het voor de hand om die twee orders in één transactie met een broker af te handelen. Grotere volumes leiden immers tot lagere transactiekosten. De vraag is wel hoe en in welke mate die aan de individuele portefeuilles worden toeberekend. En dan zijn dit nog maar toezichtcomplicaties bij rechttoe-rechtaan 'plain vanilla'-portefeuilles, die in feite alleen met 'long' posities in aandelen en obligaties beleggen. De waarde van die portefeuilles is objectief te bepalen aan de hand van de koersen van de onderliggende stukken. Bij fondsen die deels uit niet-genoteerde derivaten zijn opgebouwd, ligt dat een stuk lastiger. Om maar niet te spreken van portefeuilles die op hun beurt beleggen *hedge funds* of in vastgoed waarvan de waarde eens per jaar wordt getaxeerd.

De fondsenaanbieder probeert het aantal transacties beperkt te houden door orders zoveel mogelijk te bundelen.

assortiment te kunnen aanbieden. Dat geldt bijvoorbeeld bij fondsenaanbieders die fondsen 'stapelen' volgens het idee van een Russische matroesjka-pop. ING Investment Management, dat producten maakt onder het label van ING Bank, Postbank en Nationale Nederlanden, werkt met dit model. Harald Havenith van ING Mutual Funds

Nederland spreekt van een 'master/feeder-structuur': "Een mixfonds onder het ING Bank-label noemen we een feeder. Dat belegt in een groter mixfonds waarin onder meer ook een Postbank-mixfonds belegt. Dat grotere mixfonds belegt volgens een bepaalde verhouding in een aantal zogeheten masterfondsen, die gespreid beleggen in aandelen, obligaties, vastgoed en liquiditeiten."

Hij begrijpt dat buitenstaanders zich afvragen of op die manier geen kosten over kosten over kosten worden geheven. "Maar voor de kosten is er", zegt Havenith, "geen sprake van een stapel- maar een doorgeefstructuur. En de beheervergoeding wordt alleen in het feederfonds geheven."

Soort fabriek

Aanbieders van beleggingsfondsen runnen een soort fabriek, waarin alles in het werk wordt gesteld om de productie efficiënt te maken. Consumenten willen een scala van betaalbare 'gebruiksvriendelijke' producten onder bekende labels. Dat lukt redelijk, maar de productieprocessen worden er niet begrijpelijker door. Aan de interne toezichthouders de taak te zorgen dat in elk geval de 'fabrieksleiding' nog kan volgen wat er op de vloer gebeurt. ■



FOTO: MARIA BROUWER

De ondoorzichtigheid van fondsen heeft veel te maken met constructies om de kosten laag te houden.