

Op weg naar de KNVB beker!

Toespraak gehouden door Theodor Kockelkoren, bestuurder AFM, op de FD Morningstar Awards 2012

Ik dank u hartelijk voor de uitnodiging om hier vanavond te mogen spreken. De fondsindustrie toont zich hiermee moedig, want de AFM heeft in de afgelopen periode kritische geluiden laten horen. Tegelijkertijd hebben we gemerkt dat de fondsindustrie toekomstgericht is. U heeft zich laten horen en zien als een industrie die daar waar het klantbelang beter bediend kan worden, bereid is stappen te zetten. Kortom, ik kijk uit naar een mooie avond!

Het lijkt mij dan ook passend om deze avond te starten in de toekomst. Ik ga u vertellen wat er zoal in het juryrapport van volgend jaar staat. Volgend jaar, dat verklap ik u alvast, wordt, een KNVB beker uitgereikt aan het beste fondshuis! Wellicht kunt u zich de aandacht en impact van een dergelijke prestigieuze prijs voorstellen. Zo niet, dan heeft u nog heel even tijd samen met uw fantasie. Ik wil namelijk, voordat ik naar de toekomst spring, u deelgenoot maken van onze positie en verantwoordelijkheid, als opmaat voor de toekomst.

De AFM draagt bij aan het centraal stellen van het klantbelang via verschillende initiatieven bijeengebracht in een tweetal thema's: het thema 'Aanbieders stellen het klantbelang centraal' gericht op banken en verzekeraars, en 'Verbetering producten en advies vermogensopbouw' gericht op ondermeer de fondsindustrie.

Aan het eerste genoemde thema werkt de AFM sinds 2009. In dit thema hebben we ons tot nu toe vooral gericht op de grootste banken en verzekeraars. Aan de hand van een 'klantbelang dashboard' dat we in 2010 lanceerden, spiegelen we ieder jaar de CEO's van de grootste financiële instellingen voor hoe ze presteren op het centraal stellen van het klantbelang.

De AFM is met het tweede thema, 'Verbetering producten en advies vermogensopbouw', gaandeweg 2010 gestart. We proberen met een aantal leidraden de markt gevoelig te maken voor en richting te geven aan mogelijke verbeteringen. Deze leidraden betreffen advisering over vermogensopbouw, gebruik van risicoprofielen en actief en passief beleggen in het belang van de klant. Daarnaast proberen we met de sector stappen te zetten op weg naar provisieloze beleggingsdienstverlening en hogere vakbekwaamheid van beleggingsprofessionals. We denken dat dit een ondersteuning kan zijn voor het verder verbeteren van zowel producten als dienstverlening.

Wat wil de AFM bereiken met deze thema's? Als onderdeel van eerlijke en transparante financiële markten, vinden we het belangrijk dat consumenten beleggingsoplossingen krijgen die kostenefficiënt en begrijpelijk zijn, aansluiten bij een reële behoefte van de consument en waarmaken wat is beloofd.

Terug naar de toekomst

Maar nu terug naar de toekomst. U bent een jaar vooruit. Het belooft opnieuw een zinderende avond te worden. De zenuwen spelen op, u heeft het warmer dan u het normaal zou hebben. De nominaties tonen opnieuw, en wellicht nog meer dan het vorige jaar, het beeld van een industrie in verandering. De aandacht gaat vooral uit naar de nieuwe prijs: de KNVB beker. Een prijs die gewild is voor de prestige die eraan verbonden is. De prijs waar klanten zich eenvoudig aan kunnen relateren. De prijs voor het fondshuis dat aantoonbaar het beste presteert en de belangen van klanten voorop stelt.

De jury, bestaande uit een aantal welbekende beleggingsprofessionals en academici, heeft, met ondersteuning van de AFM, een handvast samengesteld om kritisch de kostenefficiëntie, het nut, de veiligheid en de begrijpelijkheid (inderdaad, samen KNVB) van zowel fondsen als fondshuizen te beoordelen. De beker beloont resultaten en een aanpak gericht op het klantbelang. Met de resultaten kijkt de beoordeling terug, met de aanpak kijkt hij vooruit. Wie gaat de prijs voor de eerste keer binnenslepen?

Dames en heren, het was een zware wedstrijd. Ik zag zoeven de jury. Zij hebben ogen met diepe wallen eronder, die nog maar net enig schuldgevoel verbergen. Wat wil je: er zitten nog steeds zo'n 14.000 fondsen in de database van Morningstar. U begrijpt dat de jury die niet allemaal van dichtbij heeft kunnen bekijken. De jury heeft dan ook wat noodgrepen moeten uitvoeren. Ik neem u mee door een aantal passages van het rapport.

Synthetische producten: veilig en begrijpelijk?

De eerste noodgreep, dames en heren: Alle synthetische index trackers zijn van de lijst gegoooid. Ik lees dat de jury vindt dat er ook wel heel erg veel over te doen is geweest. De AFM was al erg kritisch geweest over de transparantie in 2010. Halverwege 2012 publiceerde de AFM bovendien een tweede rapport waarin zij zich ook kritisch toonde over de producten zelf. Ook internationaal was er toenemende aandacht voor deze producten. De jury vindt dat ze dat niet kan negeren. Concluderend stelt zij: *“De complexe risico's die bevat zijn in deze synthetische producten [de synthetische index trackers, TK] zijn feitelijk niet uitlegbaar aan de gemiddelde belegger. [...] Deze producten zijn niet begrijpelijk voor de doelgroep. Ze zouden dan ook niet aan retail beleggers aangeboden moeten worden zonder gedegen en deskundig advies van professionals die wel in de materie door kunnen dringen en dat kunnen uitleggen aan retail beleggers.”* De boude stap om deze categorie fondsen van de lijst te halen heeft helaas minder boude gevolgen: zoveel synthetische trackers zitten er niet in de Morningstar database.

De jury plaatst nog een kanttekening. Zo geeft zij aan dat in de discussie over ETFs verschillende onderwerpen door elkaar heen lopen. Hierdoor dreigen verkeerde conclusies getrokken te worden. Zo wordt allereerst geen onderscheid gemaakt tussen een beleggingsfilosofie en de verpakking waarin deze filosofie in een product aan klanten wordt

aangeboden. Immers, een passieve beleggingsaanpak kan zowel verpakt zitten in een regulier beleggingsfonds als in een ETF. En omgekeerd, een ETF kan een actieve beleggingsaanpak herbergen. ETFs gelijkstellen aan passief beleggen kan dus niet. Passief beleggen afserveren omdat ETFs niet zouden deugen kan natuurlijk ook niet.

Over prestaties en nut

Ik zie dat net als voorgaande jaren de jury enorm geworsteld heeft met het beoordelen van de prestaties. Hoe kun je het beste de prestaties van een fonds beoordelen? Wat zeggen nu eigenlijk goede of slechtere prestaties ten opzichte van de benchmark in de afgelopen drie of vijf jaar? En hoe bepaal je wat eigenlijk de juiste benchmark is, de maat als het ware waaraan gezien kan worden of een fonds waarde toevoegt, zeg maar, nuttig is? Hier is nog steeds geen eenduidig antwoord op gegeven door de industrie. Er zijn dan ook wel enige problemen.

Een belangrijk en vervelend gegeven is dat veel fondsen geen lange geschiedenis hebben. Drie tot vijf jaar rendementsgeschiedenis is in feite onvoldoende om te bepalen of een aantal jaren met mooi rendement nu geluk waren of het gevolg van superieure vaardigheden. De jury lijkt de korte geschiedenis van fondsen te wijten aan de inzet van fondsen als modeartikelen. Iedere nieuwe ontwikkeling leidt tot een nieuw fonds, of het nu om 'Smart Energy of Sustainable Agribusiness' fondsen of om 'Asian Tiger investments' gaat. Als een fonds niet *en vogue* blijkt te zijn, blijft het fonds met beperkte *assets under management* voort pieteren of wordt het fonds samengevoegd met een ander fonds. Een *track record* wordt zo niet opgebouwd. De jury vraagt zich in haar rapport af of de klant hier wel mee gediend is en of deze mode-aanpak niet eerder de belangen van de industrie zelf dient.

Fondsen zelf geven veelal een benchmark aan waarmee ze zich vergelijken. De jury vraagt zich af of fondsen wel steeds een juiste benchmark gebruiken. Een wereldwijd aandelen fonds dat in een aantal regio's sterk aanwezig is en elders nauwelijks, kan niet één op één met de wereldwijde aandelen index vergeleken worden. De jury constateert bovendien dat er veelal met marktomvang gewogen indices wordt gewerkt. Dit terwijl de wetenschap al enige tijd met andere indexconstructies werkt, waarbij systematisch marktgedrag zoals size meegenomen zijn in de opbouw van de index. Waarom pakt de industrie dit niet op? Dit geldt niet alleen voor de benchmarks waar actieve fondsen zich aan spiegelen, maar ook voor indexfondsen zelf. Waarom zijn er bijvoorbeeld nauwelijks fysieke index trackers die het Fama-French drie factor model gebruiken om de index samen te stellen?

De sterren van Morningstar

Dames en Heren, noodgedwongen komt de jury toch weer uit op de astrologie van Morningstar om het aantal van 14.000 fondsen te temmen. Alle fondsen met drie sterren of minder zijn eveneens van de lijst gegooid. Een boude stap, omdat Morningstar zelf aangeeft dat de voorspellende waarde van haar sterren maar beperkt aanwezig is. Dat mag niet

verbazen, omdat deze Morningstar methode zich baseert op de eerder genoemde korte historie van veel fondsen. Enfin, deze saneringsstap heeft wel resultaat opgeleverd, zij het dat nog steeds een paar duizend potentiële winnaars beoordeeld moeten worden.

Opnieuw lees ik een kanttekening van de jury. Zij constateert dat er een paradox zit in de prestatie indicatoren. Idealiter wil de gemiddelde belegger een gestandaardiseerde indicator op basis waarvan hij kan zien of een fonds slaagt in zijn doelstelling, d.w.z. de benchmark in de toekomst opnieuw zal weten te verslaan. Echter, uit onderzoek blijkt dat als een fonds de benchmark weet te verslaan én dat bekend wordt bij beleggers, de instroom van nieuwe gelden in het fonds zo groot wordt dat deze niet langer de benchmark weet te verslaan. Met andere woorden vaardigheid lijkt alleen persistentie te kunnen hebben als het juist níet wijdverbreid bekend is bij beleggers. De jury lijkt te impliceren dat de gemiddelde belegger er maar beter niet aan kan beginnen: zoeken naar het actieve beleggingsfonds dat steeds de benchmark weet te verslaan.

Total Cost of Ownership als maat voor toekomstige prestatie

Dan komt de jury met een derde noodgreep om door de prestatiekluwen heen te komen. Onderzoek van Morningstar heeft namelijk laten zien dat de TER de toekomstige prestatie van fondsen in 58% van de gevallen beter voorspelt dan het Morningstar Sterrensysteem. In een nog groter deel leidt het afgaan op de TER tot hogere rendementen dan het afgaan op het sterrensysteem. De jury memoreert: *“Kennelijk zijn de kosten de meest bepalende factor voor het netto rendement van een fonds. De belegger doet er dus goed aan heel goed naar de totale kosten te kijken bij het selecteren van een fonds.”*

Op basis van bovenstaande gedachte heeft de jury om het werk nu echt te beperken de honderd goedkoopste fondsen uit de al gesaneerde lijst geselecteerd. Het aandeel indexfondsen, fysieke wel te verstaan, is in deze populatie duidelijk groter dan in de gehele populatie van fondsen.

Deze aanpak, zo geeft de jury aan, kent wel problemen. Immers, de TER - u weet wel, de *Total Expense Ratio* - is geen TER. Er missen kosten. Ten eerste binnen het fonds zelf. Vooral de zogenoemde *trading costs* kunnen een flinke impact hebben. Een indicator daarvoor is de *turnover rate*: hoe vaak stukken verkocht of gekocht worden. Andere relevante factoren die niet in de TER zitten kunnen inlegkosten, *performance fees*, dividend belastingen zijn en de wijze waarop met het rendement van effectenbelening wordt omgesprongen. Om hier helderheid over te krijgen heeft de jury flink gespit in de prospectussen. Echter, dit levert behalve hoofdpijn slechts een indicatie op voor de extra kosten.

En dan ben je er nog niet. Kosten zitten ook nog in de distributie. Maar wacht even, zaten die niet al in de distributiefte (die onderdeel van de TER)? Sommige wel, andere weer niet. U kunt dan denken aan transactiekosten, bewaarloon en beheerhandelingen (bijvoorbeeld het innen van coupons). Hier had de jury erg veel problemen om op basis van de websites van distributeurs een totaalperspectief op te bouwen.

Al met al bleek dat de jury een inschattingsfout had gemaakt. Het kostte veel tijd, erg veel tijd om in de buurt te komen van een totaalbeeld op kosten. Om praktisch te blijven heeft de jury besloten het spitwerk te doen voor de 25 fondsen met de laagste TER. Dat spitwerk leverde een scherper beeld op van alle kosten. Een top 10 bleef over waar de totale kosten nog steeds als laag gekarakteriseerd konden worden.

De jury concludeert: *“Een helder beeld van alle relevante kosten is op grond van de huidige verstrekte informatie nauwelijks te krijgen voor de jury, laat staan voor de gemiddelde belegger. De jury onderschrijft dan ook het pleidooi van onder andere de AFM, om de Total Cost of Ownership vooraf en achteraf zichtbaar te maken. De jury hoopt dat het enthousiasme voor een dergelijke benadering toe gaat nemen. Het kostenrapport van de AFM, dat najaar 2012 verschenen is, laat immers in concept zien dat het kan.”*

Begrijpelijkheid en veiligheid

Deze 10 uitverkoren producten zouden naar verwachting goed presteren, zo is de logica van de jury. Maar hoe zouden ze in een portefeuille passen? Welke profiel hadden ze precies? Om deze vragen over de begrijpelijkheid van producten scherp te krijgen, moesten de prospectussen opnieuw flink door geakkerd worden. Dit leverde lang niet altijd een helder beeld op. Opnieuw vielen er verschillende fondsen af.

Het doorakkeren van de prospectussen leerde de jury wel dat verschillende fondsen een duidelijk hoger risicoprofiel hadden ten gevolge van de gehanteerde securities lending praktijken. Het was de jury daarbij niet duidelijk hoe dat risico binnen de perken wordt gehouden. Zoals de jury stelde: *“Securities lending komt voor bij zowel actieve fondsen als index trackers. Het lijkt erop of bij een aantal fondsen de risico's naar de klant gaan, terwijl een deel van de opbrengsten [van securities lending, TK] naar de fondsbeheerder gaan. Deze fondsen vielen naar het oordeel van de jury dan ook af”.*

Ten slotte heeft de jury ook gekeken naar de wijze waarop fondsaanbieders hun fondsen distribueren. Belangrijk was of het fonds de kwaliteit van distributeur meenam in de overwegingen om met de distributeur samen te werken. Bijvoorbeeld door te bepalen of een distributeur geen fondsen op het schap zet die voor retail klanten niet geschikt zijn. Hierover is meer te zeggen, maar we moeten terug springen naar het heden: de tijd klok is op!

Industrie in verandering

Dames en heren, uw industrie is aan het veranderen en u ook. Voorbeelden daarvan vinden we in Europa waar gesproken wordt over regelgeving in het kader van onder andere Mifid 2 en AIFM. Voorbeelden daarvan zien we ook dichterbij huis. De discussie over actief en passief beleggen is gaande en zal nog enige tijd gaande blijven. Enkele partijen hebben



stappen gezet om de kwaliteit, maar ook de beschikbaarheid van deze producten te verbeteren. Wat de AFM betreft mag dit brede navolging krijgen.

Partijen tonen zich ook veranderingsgezind over de distributievergoedingen. Verschillende fondshuizen en distributeurs hebben ook hier stappen gezet. Hier verschijnt kritiek over: het zou voor de klant verwarrend zijn. Maar degene in de industrie die deze kritiek uiten, kunnen zich beter concentreren op het verbeteren van de transparantie over kosten en over de producten in eigen huis, dan te gaan klagen over de buurman. De AFM spreekt de verwachting uit dat deze industrie op weg is naar een zuiver marktmodel dat helder en uitlegbaar is voor klant. Een model waarin er geen distributievergoedingen zijn, kosten volledig inzichtelijk worden gemaakt, prestaties door beleggers te beoordelen zijn en achterblijvers snel hun been bijtrekken om niet door de bezemwagen opgepakt te worden.

Ik wens u veel succes op weg daar naar toe. Ik wens u bovendien een spannende avond toe als opmaat voor de avond volgend jaar!