

De Autoriteit Financiële Markten
Vijzelgracht 50
1001 GS Amsterdam

Ons kenmerk AFJH69AFMDISTR
Bijlagen -
Pagina 1 van 6

AF Advisors BV
Westersingel 91
3015 LC Rotterdam
tel:010-412 96 16

info@af-advisors.nl
www.af-advisors.nl

KVK nr: 24436598

Rotterdam, 16 juli 2015

Onderwerp: Marktconsultatie – Voorwaarden aan een vermogensbeheerder met eigen aanbieder van beleggingsfondsen

L.S.,

AF Advisors reageert middels deze brief op de *Marktconsultatie – Voorwaarden aan een vermogensbeheerder met eigen aanbieder van beleggingsfondsen* van De Autoriteit Financiële Markten (AFM) d.d. 14 juli 2015.

Als onafhankelijk onderzoeks- en consultancybureau draagt AF Advisors bij aan een gezonde en eerlijke vermogensbeheer- en beleggingsfondsindustrie. AF Advisors heeft veel aanbieders van Nederlandse beleggingsfondsen geholpen bij het opzetten van goed gestructureerde beleggingsfondsen. Daarnaast wordt AF Advisors ook door een aantal aanbieders van vermogensbeheerders ingezet voor het ontwerp van vermogensbeheer producten (inclusief het bepalen van de prijs) en voor het selecteren van interne en externe beleggingsfondsen. Door onze diepgaande praktische kennis van de markt hebben we een goed zicht op de gewenste en ongewenste effecten van het provisieverbod. Middels deze reactie op deze marktconsultatie geven we onze mening over de gesuggereerde restricties aan het gebruik van beleggingsfondsen van dezelfde aanbieder als de vermogensbeheerder (hierna genoemd huisfondsen). Hierbij merken we op dat deze mening louter de mening is van AF Advisors en niet noodzakelijkerwijs de mening van onze klanten. Afstemming met klanten op dit vlak heeft niet plaatsgevonden. Deze reactie mag worden gepubliceerd door de AFM.

Gezonde vermogensbeheerindustrie

Een gezonde vermogensbeheerindustrie zou de volgende kenmerken moeten hebben:

1. Een goed en gevarieerd aanbod van beleggingsoplossingen (beleggingsfondsen) bij alle vermogensbeheerconcepten (open architecture)
2. Een fatsoenlijke kostenstructuur die winstgevend is voor gezonde vermogensbeheerders en waarbij de totale kosten voor de klanten:
 - in lijn zijn met de gecombineerde toegevoegde waarde van de vermogensbeheerder en het beleggingsfonds
 - een fatsoenlijk deel zijn van het totale rendement dat de klant op de lange termijn mag verwachten
3. Relatief lage drempels voor nieuwe toetreders om voldoende innovatie en een gevarieerd aanbod van verschillende vermogensbeheerproducten te borgen.

Historisch heeft Nederland vooropgelopen in Europa op het gebied van open architecture en zijn de drempels voor nieuwe vermogensbeheerders niet onoverkomelijk. Echter, de kosten voor de klant waren te hoog. Dit was deels te wijten aan de provisiesystematiek bij beleggingsfondsen maar ook een gevolg van de prijsstelling (deels door inefficiëntie) bij de paar grote

vermogensbeheerders die het overgrote deel van de Nederlandse markt bedienen. Er was onvoldoende marktwerking om de prijsstelling naar een meer realistisch niveau te brengen.

Provisieverbod

Het provisieverbod bij beleggingsfondsen heeft positieve consequenties gehad.

1. Een deel van de vermogensbeheerders heeft nieuwe beleggingsproducten ontworpen waarbij beter gekeken is naar de wensen van de klant en de betaalbaarheid.
2. De toegevoegde waarde van actief beheerde beleggingsfondsen ten opzichte van passief beheerde beleggingsfondsen is duidelijker zichtbaar geworden.
3. Het heeft een impuls gegeven aan passief beleggen.
4. Een aantal aanbieders heeft de prijsstelling herzien en sterk verlaagd.
5. De transparantie is bij veel producten vergroot aangezien de kosten expliciet en op meer logische plaatsen in rekening worden gebracht.

Ook is er een aantal negatieve consequenties waarneembaar:

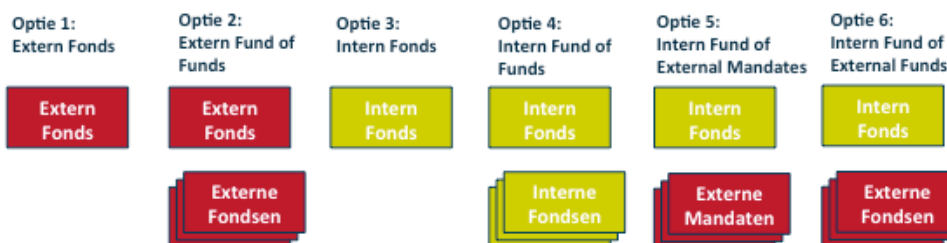
1. Van veel producten is de prijsstelling niet aangepast waardoor te hoge kosten in rekening worden gebracht.
2. De concurrentiekracht van vermogensbeheer via broker-dealer / execution-only platforms is dankzij het provisieverbod onder druk komen te staan.
3. Er is een incentive gecreëerd om te kiezen voor huisfondsen aangezien deze niet worden geraakt door het provisieverbod.

Deze laatste ontwikkeling is zichtbaar bij zowel banken, pensioenuitvoerders en verzekeraars. Ook is deze trend zichtbaar bij UK IFA platforms als een consequentie van de UK Retail Distribution Review.

Samenvattend heeft het provisieverbod naar onze mening grotendeels positieve gevolgen gehad. De prijsstelling is deels verbeterd en er is een positieve invloed geweest op het aanbod.

Huisfondsen

Het gebruik van huisfondsen heeft voor- en nadelen voor klanten. De drie voornaamste voordelen zijn de mogelijk lagere kosten, meer invloed op fonds governance en de mogelijkheid om de BTW op advies/beheer/platformkosten te voorkomen¹. De nadelen zijn dat er niet gekozen wordt uit het volledige aanbod van beschikbare beleggingsfondsen en dat slecht presterende beleggingsfondsen minder snel vervangen zouden kunnen worden.



Beleggingsfondsen kunnen op verschillende manieren worden ingezet. Er kan worden gekozen voor:

1. Extern beheerde fondsen
2. Extern beheerde fondsen met onderliggend meerdere extern beheerder fondsen
3. Intern beheerde fondsen
4. Intern beheerde fondsen met onderliggend meerdere intern beheerde fondsen

¹ Indien advies/beheer of platformkosten apart in rekening worden gebracht dan is hierover door de klanten BTW verschuldigd terwijl indien deze kosten niet apart in rekening worden gebracht maar onderdeel zijn van de fondskosten er vanwege de BTW-vrijstelling van collectief vermogensbeheer geen BTW verschuldigd is.

5. Intern beheerde fondsen met extern beheerde mandaten
6. Intern beheerde fondsen met onderliggend meerdere extern beheerde fondsen

De hybride intern/extern beheerde fondsen worden soms gezien als een goede tussenoplossing. De voordelen zijn nog steeds aanwezig terwijl het nadeel van het beperkte fondsuniversum niet aanwezig is.

Toch is er een nadeel indien deze fondsen breed worden ingezet. De vermogensbeheerder wordt geïncentiveerd om zo veel mogelijk klanten in deze structuren onder te brengen om zo de inkoopkosten (als gevolg van volume discounts) zo laag mogelijk te houden. Lagere inkoopkosten worden vaak niet doorberekend aan de klant en leiden zodoende tot een hogere winstmarge voor de vermogensbeheerder. Dit gaat uiteindelijk leiden tot een beperkter aanbod van beleggingsoplossingen.

Maatregelen ter consultatie

Middels een aantal in de marktconsultatie beschreven maatregelen wil de AFM randvoorwaarden gaan stellen aan het gebruik van huisfondsen middels 'guidance' voor de Nederlandse vermogensbeheerindustrie.

AFM - Identificeren, mitigeren en openbaren van belangenconflicten

Indien een vermogensbeheerder en een aanbieder tot dezelfde groep behoren, en de vermogensbeheerder belegt in de eigen aanbieder is er in de ogen van de AFM per definitie sprake van een belangenconflict. Deze vermogensbeheerders dienen daarom adequaat beleid te hebben ter voorkoming en beheersing van belangenconflicten. Ze dienen belangenconflicten te identificeren, maatregelen te treffen om deze te mitigeren en cliënten van het belangenconflict op de hoogte te stellen. Cliënten moeten in staat worden gesteld om met kennis van zaken een beslissing te nemen ten aanzien van de beleggingsdienst waar het belangenconflict speelt.

AF Advisors - Identificeren, mitigeren en openbaren van belangenconflicten

Wij zijn het eens dat dit een potentieel belangenconflict is en dat dit onderdeel zou moeten zijn van het beleid ter voorkoming en beheersing van belangenconflicten. Dit zou gezien 4:88 Wft artikel 167/167a/167b reeds het geval moeten zijn. Veel duidelijkere belangenconflicten zijn er niet. Wij zijn verrast dat dit onderdeel apart wordt genoemd en niet reeds door de AFM wordt gehandhaafd. Aangezien dit blijkbaar nog onvoldoende het geval is zijn de hierna genoemde voorgestelde kostentransparantie en selectiebeleid maatregelen geen overbodige luxe.

AFM - Doelgroepbepaling

Vermogensbeheerders dienen, wanneer er gebruik wordt gemaakt van een eigen aanbieder, duidelijk aan te geven voor welke beleggers het gebruik van de fondsen van de eigen aanbieder wel geschikt is en voor welk type beleggers niet. Zo kan de constructie waarbinnen deze eigen fondsen worden aangeboden te complex zijn voor beleggers die weinig ervaring met beleggen hebben. Ook is het mogelijk dat beleggen in de eigen fondsen als zodanig voor een groep beleggers te weinig diversiteit in een portefeuille brengt en er dus gecombineerd moet worden met andere financiële instrumenten. Naast de al bestaande geschiktheids- en passendheidstoets op individueel cliëntniveau, zal deze geschiktheids- en passendheidstoets met de komst van MiFID II ook op generiek niveau verplicht worden.

AF Advisors – Doelgroepbepaling

In elk vermogensbeheerconcept (beheer, advies en execution-only, plus eventuele hybride vormen) kunnen zowel huisfondsen als extern beheerde fondsen een goede rol vervullen. Een huisfonds ook in de vorm van een fund-of-fund of in een fund of mandate structuur is niet bovengemiddeld complex. Mixfondsen, vaak in de structuur van fund-of-funds of fund-of-mandates, zijn in onze opinie juist een goed product voor beginnende beleggers. Daarnaast zijn beginnende beleggers in alle vermogensbeheerconcepten te vinden. De huidige geschiktheids- en passendheidstoets en de MiFID II geschiktheids- en passendheidstoets op het niveau van het vermogensbeheerconcept zouden voldoende moeten borgen dat de vermogensbeheerder goed nadenkt over welk product bij welke klantgroep past.

AFM - Kostentransparantie

Het is, onder andere als gevolg van de inherente volumeprikkel, van belang dat de vergelijkende kostenmaatstaf altijd voor cliënten beschikbaar is. Dat wil zeggen dat de kosten van de aanbieder en de kosten van de vermogensbeheerder separaat en in een totaaloverzicht duidelijk worden weergegeven.

AF Advisors - Kostentransparantie

Dit is, naar onze mening, een van de belangrijkste onderdelen. Hierbij zouden we pleiten voor een opsplitsing waarbij ook de verdiensten van alle interne (juridische) entiteiten met daarbij een overzicht van wat er wordt geleverd zichtbaar worden. Momenteel wordt er naast aan management fee en vermogensbeheerkosten ook vaak nog verdiend aan securities lending, trading, debetstand, fund administratie, custody, market making etc. Wij pleiten voor volledige transparantie van alle interne kosten zodat voor elke vermogensbeheerder het volledig duidelijk is waar in de keten nog meer aan het product wordt verdiend en wat daarvoor geleverd wordt. Alleen een onderscheid tussen kosten van beleggingsfondsbeheer en vermogensbeheer is derhalve onvoldoende. Mocht deze mate van kostentransparantie operationeel niet haalbaar zijn dan zouden we in ieder geval een identificatie willen zien van alle interne partijen die verdienen aan een vermogensbeheerconcept.

AFM – Margeprikkel limiteren

Als er sprake is van een margeprikkel dient deze gemitigeerd te worden doordat de vermogensbeheerder en de eigen aanbieder een vaste (gemiddelde) winstmarge afspreken. Om de eigen werkzaamheden, zoals de selectie van externe aanbieders, te kunnen verrichten, doet de eigen aanbieder een opslag boven de kosten van de externe aanbieder. Deze opslag dient evenwel gelimiteerd te worden: alle marge die hoger is dan de afgesproken gemiddelde marge, dient ten goede te komen aan de cliënt. Dergelijk beleid moet worden vastgelegd en de vermogensbeheerder dient te zorgen voor zorgvuldige uitvoering van dat beleid. Een audit van een onafhankelijke partij is onderdeel van een zorgvuldige uitvoering.

AF Advisors – Margeprikkel limiteren

Dit punt lijkt voornamelijk gericht op fund of mandates. Daarnaast worden de kosten voor selectie een winstmarge genoemd. Dit hoeft niet het geval te zijn aangezien een goede selectie de nodige kosten met zich meebrengt.

Het doel is enerzijds de kosten voor de klant op een acceptabel niveau te houden terwijl de producten voldoende winstmarge bevatten voor een gezonde efficiënte vermogensbeheerder. De incentives verschillen per structuur en deels ook per vermogensbeheerconcept.

Bij het gebruik van externe fondsen is er enige incentive om de kosten van dat fonds laag te houden om zo de toegevoegde waarde van de vermogensbeheerder te laten zien en de klant een concurrerend product aan te kunnen bieden. Deels zorgen fondsen met relatief lage kosten ook voor de mogelijkheid om de vermogensbeheerkosten wat hoger te prijzen omdat de vergelijking tussen vermogensbeheerconcepten van verschillende vermogensbeheerders voornamelijk op totaal kostenniveau plaatsvindt of zou moeten plaatsvinden. Bij interne fondsen is deze incentive minder aanwezig. Er kan op twee plaatsen een winstmarge worden gerealiseerd. Toch zal dit beperkt zijn indien er een vergelijk plaatsvindt op totaal kostenniveau van het vermogensbeheerconcept. Bij fund-of-funds of bij fund-of-mandates is er een additioneel inkoopvoordeel indien er onderliggend externe managers worden gebruikt. Er kan tegen institutioneel niveau worden ingekocht en er is vaak volumekorting als gevolg van het mogelijkwerwijs concentreren van AuM in minder strategieën. Deze additionele voordelen kunnen ten goede komen aan de klant of de winstmarge van de vermogensbeheerder.

Naast verschillen per structuur zijn er ook verschillen per vermogensbeheerconcept. Bij beheer en execution-only zal de klant eerder genegen zijn om een vergelijking te maken op totaal kostenniveau. Bij advies zal er een vergelijking worden gemaakt op vermogensbeheerkosten, terwijl er minder aandacht is voor fondskosten.

Een maximale of vaste winstmarge kan op verschillende manieren worden geïntroduceerd. De maximale of vaste winstmarge kan een percentage zijn van de onderliggende fondskosten. Dit creëert een incentive om de externe fondskosten (net zoals voor het afschaffen van de provisie) hoog te houden om zo ook de winstmarge hoog te houden. Bij het gebruik van huisfondsen is deze opslag een onderdeel van de fondskosten en is er geen verandering. De maximale of vaste winstmarge kan een absoluut percentage zijn; bijvoorbeeld er mag niet meer dan 0,2% aan winstmarge in rekening worden gebracht. Dit creëert geen incentive om fondskosten hoog (of laag) te houden/onderhandelen. Daarnaast zijn de selectiekosten vaak vaste kosten, waarvan de hoogte ook nog eens afhankelijk is van de beleggingscategorie. Dit zou beperkend kunnen werken voor vermogensbeheerders die geen hoge AuM hebben of die gebruik maken van complexere beleggingscategorieën.

Samenvattend: We zijn geen voorstander van deze mogelijke maatregel. Het is lastig deze in te voeren zonder negatieve incentives en zonder een effect op innovatie. Ondanks dat wij de zorg van de AFM delen ten aanzien van de mogelijke teloorgang van de open architecture, zijn wij van mening dat de andere maatregelen in gezamenlijkheid voldoende zouden kunnen zijn. Daarnaast zijn wij van mening dat de totale kosten van vermogensbeheer vaak nog veel te hoog zijn als gevolg van actief beheerde fondsen, actief beheerde portefeuilles en dure vermogensbeheer organisaties. Een oplossing hiervan zou eerder gevonden moeten worden door meer concurrentie als gevolg van meer transparantie.

AFM: Selectiebeleid en deselectiebeleid (opstellen en) openbaar maken

Om de volume prikkel zoveel mogelijk te mitigeren, dienen partijen alleen de eigen aanbieder te gebruiken als dit beter is voor de belegger. Wanneer de eigen aanbieder ondermaats presteert, moet de vermogensbeheerder switchen naar andere fondsen of naar een andere (externe) aanbieder, zonder dat er kosten voor de cliënt in rekening worden gebracht. Dit is onderdeel van de afspraken tussen de vermogensbeheerder en de eigen aanbieder en dient te worden vastgelegd in een helder en openbaar selectie- en deselectiebeleid.

AF Advisors: Selectiebeleid en deselectiebeleid (opstellen en) openbaar maken

Een publiek beschikbaar selectiebeleid en deselectiebeleid zou inderdaad een welkome aanvulling zijn op het gebied van transparantie. Indien dit beleid ook voldoende inzicht biedt in de gekwantificeerde selectiecriteria dan zorgt dit er voor dat toezichthouders, (onafhankelijk) adviseurs, accountants en journalisten hun werk beter kunnen doen.

AFM: Gelimiteerd percentage vermogen dat door eigen aanbieder wordt belegd

Hoewel de volume prikkel niet helemaal weggenomen kan worden, dient deze te worden gemitigeerd. Dit kan door de vermogensbeheer slechts een deel van het totale vermogen via de eigen aanbieder te laten beleggen. Vermogensbeheerders dienen, om hun onafhankelijkheid zo veel mogelijk te borgen, een limiet te hanteren (bijvoorbeeld 30%) voor het door hen beheerde vermogen dat bij de eigen aanbieder onder gebracht is.

AF Advisors: Gelimiteerd percentage vermogen dat door eigen aanbieder wordt belegd

Het implementeren van een maximum aan huisfondsen van bijvoorbeeld 30% zal naast het deels wegnemen van de genoemde volume prikkel ook een sterk negatief effect hebben op de breedte van het aanbod van vermogensbeheerconcepten en de innovatie op dit vlak. Directe effecten zullen er zijn voor o.a. direct distribution platforms, voor duurzame vermogensbeheerders en voor kleinere vermogensbeheerders.

Direct distribution platforms van asset managers zoals NNIP (Fitvermogen) en Robeco (Robeco ONE, Robeco LIFE en Robeco Fondsenrekening) bieden alleen huisfondsen aan. Deze platforms bieden, zeker voor beginnende beleggers, goed en relatief goedkoop execution-only vermogensbeheer. Deze platforms zouden op kosten worden gejaagd door ook externe fondsen aan te moeten bieden en gedwongen worden een deel van hun klanten te moeten overzetten naar externe fondsen. Dit zou naar onze inschatting het voortbestaan van deze platforms bedreigen.

Duurzame vermogensbeheerders zoals Triodos en ASN bieden duurzame vermogensbeheerconcepten die ingevuld kunnen worden door hun eigen huisfondsen. Indien er een maximum gaat gelden met betrekking tot het percentage huisfondsen zullen zij naast hun eigen huisfondsen, waarin hun eigen duurzaamheidsbeleid wordt gehanteerd, gedwongen worden om of duurzame fondsen van andere aanbieders (met een ander duurzaamheidsbeleid) te gaan gebruiken of hun klanten over te zetten van beleggingsfondsen naar portefeuilles van individuele aandelen en obligaties. Dit zal een negatief kosteneffect hebben voor zowel klanten als vermogensbeheerder.

Er is een groot aantal kleinere vermogensbeheerders dat alleen huisfondsen gebruikt, waaronder veel van de aan verzekeraars gelieerde banken. Kleinere vermogensbeheerders starten regelmatig met een vermogensbeheerconcept dat wordt ingevuld middels eigen huisfondsen. Hierdoor zijn ze mogelijk eerder in staat om break-even te draaien.

Door een maximum op huisfondsen te zetten zullen er minder nieuwe, mogelijk innovatieve, vermogensbeheerconcepten op de markt komen. Ook zal het sterke gevolgen hebben voor in Nederland gevestigde beleggingsfondsen. Deze fondsen worden voornamelijk gebruikt in de bovenstaande concepten. Het resultaat zal een verder vlucht zijn uit Nederland naar veelal duurere Luxemburgse en Ierse fondsen.

Wij zijn geen voorstander van deze mogelijke maatregel. Als alternatief zouden we voorstellen twee typen vermogensbeheerconcepten te introduceren, zoals dat binnen de context van MIFID II ook al lijkt te gebeuren:

- Onafhankelijk vermogensbeheer waarbij er voor maximaal 30% gebruik mag worden gemaakt van huisfondsen.
- Vermogensbeheer met huisfondsen zonder deze limitatie.

Samenvattend

De voorgestelde maatregelen op het gebied van belangenconflicten, selectiebeleid en kostentransparantie vinden wij een goede basis voor een nieuwe leidraad. De maatregelen op het gebied van margeprikkel en maximum percentage huisfondsen hebben, naar onze mening, meer negatieve dan positieve effecten. Anderzijds vragen we ons af of dit voldoende zal zijn om de vermogensbeheermarkt een zetje te geven richting met name het behoud van open architecture en het verlagen van vaak te hoge kosten voor de klant. In deze is onze hoop gevestigd op de marktwerking, zeker indien er meer transparantie op bovenstaande onderdelen wordt bewerkstelligd.

Mochten er naar aanleiding van deze reactie vragen of opmerkingen zijn dan zijn wij uiteraard bereid tot overleg of toelichting.

Vriendelijke groeten,



Jasper Haak
Partner AF Advisors