

MUTUAL FUNDS KRITISCH BEZIEN

door Drs. E. L. Vervuurt

Hoewel beleggers in Nederland bij lange na niet in dezelfde mate blootgesteld zijn aan het bombardement van mutual funds als hun collega's in Duitsland - in Duitsland opereren volgens de jongste gegevens niet minder dan circa 450 mutual funds, die in de totale afzetmarkt van „Fondsanteile” in de Bondsrepubliek, in 1969 geschat op DM 8 miljard, een marktaandeel van ongeveer 30% hebben - is toch ook te onzent al sprake van een niet meer te verwaarlozen marktpenetratie van een in aantal gestadig toenemende groep mutual funds. Evenals in Duitsland, om van andere landen korthedshalve maar niet te spreken, is het proces van evaluatie van mutual funds en van de ontwikkeling van selectienormen in volle gang. De problemen die zich hierbij voordoen zijn beslist niet alleen beperkt tot vergelijkingen van kortere of langere termijn koersprestaties, al of niet naast die van een aandelenindex, hoe zeer ook op dit aspect normaliter de nadruk valt. Er zijn andere oordeelspunten, die voor een totale beoordeling van groter belang zijn.

Alvorens andere oordeelspunten ten tonele te voeren, is naast een woord van verontschuldiging voor de vele Engelse termen, die in het navolgende zullen worden gebruikt, een gebiedsafbakening wenselijk. De funds waarin in dit opstel wordt bedoeld zijn die van het open-end-type naar Amerikaanse mutual fund-model, die zich toeleggen op de aandelenbelegging in de Verenigde Staten van Amerika. Het Amerikaanse mutual fund-model wordt zoals bekend gekenmerkt door de naamloze vennootschapsvorm met onbeperkte afgifte en intrekking van aandelen op basis van de netto-waarde (net asset value) per aandeel, waardoor de prijsvorming van de aandelen bij voortdurend nauwkeurig het waardeverloop van de portefeuille van het fund volgt. Het is deze karakteristiek in het bijzonder, die het mutual fund zo geschikt maakt voor verkoop aan een groot publiek, voor de hantering van naar persoonlijke behoeften van de beleggers aan te passen deelnemingsvormen en voor de toepassing van de in en inmiddels ook buiten Amerika usantieel geworden actieve poussering door een captive sales force, een uitsluitend voor één fund of groep van verwante funds werkende verkoopstaf.

Risicograad

Overeenkomstig de in Amerika bestaande praktijk, die steunt op wettelijke voorschriften, plegen de mutual funds hun beleggingsdoelstelling steeds duidelijk voorop te stellen. Alle doelstellingen, van maximaal uitkeerbaar rendement ter ene tot maximale koersappreciatie ter andere zijde, komen in het palet voor, maar het aanbod blijkt geenszins evenwichtig te zijn. De balans slaat zeer duidelijk door naar de doelstelling maximale kapitaalsgroei. Het aantal funds met deze doelstelling is veel talrijker en het meest opvallend is wel dat nieuwe funds - in een zich vooral de laatste tien jaren zeer krachtig uitbreidende mutual fund „industry” - nagenoeg zonder uitzondering appel-

leren aan de maximale kapitaalsgroei. Reeds thans is de toestand in de Amerikaanse markt zo dat men al bij oudere funds terecht komt om andere doelstellingen dan maximale kapitaalsgroei tout court te vinden. Het aanbod buiten Amerika bestaat voor vrijwel de volle honderd percent uit op maximale kapitaalsgroei geörienteerde funds.

Uiteraard is dit geen toevallige ontwikkeling. Zij vindt haar grondige motivering in de omstandigheid dat de moderne inkomstenbelastingstelsels het beleggingsrendement zwaar tot zeer zwaar aantasten, terwijl waarde-aanwas niet of slechts tegen een matig proportioneel tarief wordt belast. In een maatschappelijke ontwikkeling, die steeds meer groepen van particulieren over de drempel van de effectenwereld tot de funds voert, zal de vraag naar funds die er naar streven beleggingsresultaten te behalen in een vorm welke zo weinig mogelijk participatie van de fiscus vergt, alleen maar verder toenemen. Deze tendens is niet uitsluitend Amerikaans: ook in de nationale collectieve belegging in andere landen gaat de ontwikkeling duidelijk in dezelfde richting.

Toch is met verwijzing naar dit fiscale argument de toenemend eenzijdige oriëntering op maximale kapitaalsgroei niet helemaal verklaard. Het complement van de verklaring dient te worden gezocht in de stijgende commercialisering van de collectieve belegging. Met Amerika met een groot aantal ronden voorsprong aan de kop voltrekt zich in het fundwezen met grote snelheid een ontwikkeling, waarvan de algemene richting is: zeer ver gaande penetratie in alle lagen van de bevolking, geprononceerde graad van massaliteit en toenemend sterke tendensen tot het aannemen van een „commodity”-karakter. Financiële diensten worden tot financiële produkten, die met behulp van dezelfde afzetmethoden als industriële produkten aan de man worden gebracht. Zeer juist wordt de situatie getypeerd door de Amerikaanse slagzin „mutual funds are sold, not bought”. De algemene „verharding” van de beleggingsdoelstelling vervult hierin een logische functie. Evenals in een door hevige concurrentie gekenmerkte markt voor industriële produkten de agressieve hoedanigheden van het produkt (sneller, krachtiger, witter) het best geschikt blijken om de verkoopbevordering te ondersteunen, zo blijkt ook bij de verkoop van funds een agressieve image nuttig te zijn.

Steeds krachtiger middelen dienen te worden toegepast om in de wedloop om performance bij te blijven en om de agressieve image op te kunnen houden bij steeds korter wordende vergelijkingstermijnen. De research besteedt grote inspanning aan het opsporen van aandelen die nog niet door anderen zijn ontdekt en die daardoor de mogelijkheid inhouden een misschien grootse ontwikkeling van het begin af mee te maken. De selectie vertoont de neiging sterk op zulke ontdekkingen af te gaan en daarbij de traditionele normen van risicospreiding los te laten. Het gevolg is te zien in portefeuilles met sterke concentraties op aandelen van ondernemingen met een hoog ontwikkelingstempo (growth stocks), van ondernemingen met herstelkansen na een inzinking (turnaround situations), van ondernemingen staande onder de invloed van een technische of commerciële heroriëntering, een fusie of een wijziging in de leiding (special situations) en jonge, nog onvolgroeide ondernemingen met bedrijvigheid in technische of commerciële

nieuwigheden (infant growth stocks). Deze strak gespannen portefeuilles worden met bijzonder hoge intensiteit bewaakt, hetgeen weer resulteert in een uiteraard nogal kostbare zeer hoge mutatiesnelheid. Er wordt prompt gekapt met belangen die scherp gestelde verwachtingen niet halen. Het is geen uitzondering als in het kader van een dergelijke op hoogspanning gerichte beleggingspolitiek het fondsvermogen meer dan een maal per jaar wordt omgezet.

Daarnaast is een duidelijke toeneming waarneembaar in de toepassing van technische hulpmiddelen, die het effect van de hoog gespannen selectie nog verder beogen te versterken. Financiering met schuld (leverage), speculatie à la baisse (hedge, short selling), het opereren met premie-affaires en aandelen-opties (warrants), afzonderlijk of in combinatie, voegen een extra speculatieve dimensie aan het beleggingsrisico toe.

De wedloop om performance heeft aanzien en karakter van de mutual fund industry gewijzigd. De oriëntering op maximale kapitaalsgroei gaat gepaard met een verhoging van de risicograad: het grijpen naar grotere kansen in termen van koersgroei en het daarbij gelijktijdig opofferen van de stabiliserende factor van het rendement hebben tot gevolg dat zowel positieve als negatieve ontwikkelingen sterker inwerken. Statistisch kan worden aangetoond dat de meest agressieve growth funds in een stijgende markt sneller oplopen, maar in een dalende markt ook meer dalen dan minder agressief beheerde funds (zie aanhaling uit Fundscape aan het slot). Hoewel veel in de moderne agressieve aanpak van de beleggingspolitiek positief valt te waarderen, brengt de ontwikkeling uiteraard ook vormen voort die door een te extreme opstelling, door gebruik van onvoldoende beproefde methoden, door overmoedige disposities van jonge, onbeproefde managers en in het algemeen door te grote kwetsbaarheid voor oordeelsfouten van de leiding niet geschikt zijn te achten voor verkoop aan een groot ongedifferentieerd publiek. Dit geldt zeker voor de jongste categorie van de in het algemeen na 1966 daterende leverage en hedge funds, die aanvankelijk de wind mee hadden door een per saldo stijgende aandelenmarkt, maar in 1969 zo ernstig hebben teleurgesteld dat hun reputatie voor geruime tijd ernstig is gehavend. De technische hulpmiddelen blijken de verwachte bescherming niet te hebben verschaft, hetgeen te wijten lijkt te zijn aan een onderschatting van de daarbij aan de orde komende oordeels- en beslissingsproblemen. Bovendien is vast te stellen dat de negatieve prestaties van de agressieve funds in 1969 mede zijn veroorzaakt door een oordeelsfout op het gebied van de selectie: het in verkeerd vertrouwen voortzetten van de op belegging in „go-go-stocks” gebaseerde politiek zonder voldoende besef van zich wijzigende marktomstandigheden.

Vestigingsplaats - belastingen

Naar domicilie kunnen twee groepen worden onderscheiden: binnen de Verenigde Staten en daarbuiten. Buiten de V.S. zijn een reeks van vestigingsplaatsen in gebruik, - Bahama, Bermuda, Canada, Curaçao, Kanaaleilanden, Luxemburg, Liechtenstein, Panama - die twee kenmerken gemeen hebben

welke de funds bijzonder aantrekken, t.w. geen belastingen en geen reglementering.

Voor niet-Amerikaanse beleggers is een in een van de belastingoasen gedomicilieerd fund in fiscaal opzicht in het voordeel t.o.v. een in de Verenigde Staten gevestigd fund, dat zijn aandeelhouders, ook als die geen Amerikaans staatsburger of Amerikaans ingezetene zijn, in de sfeer van de Amerikaanse belastingheffing trekt. De belastingoase laat een scherm neer dat ondoordringbaar is voor de aanspraken van de Amerikaanse fiscus m.b.t. de Amerikaanse successiebelasting (hieronder vallen naar de Amerikaanse wet ook niet-Amerikanen terzake van hun in Amerika belegd vermogen) en de vermogensaanwasbelasting of capital gains tax, die vermogenstoename bij realisering met 25% belast. Anderzijds vragen de belastingoasen voor het schuilen achter dit scherm geen of vrijwel geen eigen fiscale tegenprestatie.

Voor Nederlandse beleggers, die tegen de twee genoemde Amerikaanse belastingen vanouds konden beschikken over een eigen afscherming in de vorm van het Nederlandse certificaat, ligt de fiscale betekenis van een fund met een domicilie buiten Amerika in de opheffing van een nadelig effect van de Amerikaanse praktijk op hun eigen, Nederlandse, inkomstenbelasting. Het in Amerika voor mutual funds geldende fiscale regime kent nl. naast uitkeringsplicht voor beleggingsinkomsten (die tot belastbaar inkomen leiden) ook de keuzemogelijkheid om gerealiseerde capital gains wel of niet uit te keren. Voor Amerikaanse belastingplichtigen maakt wel of niet uitkering geen verschil; in beide gevallen komt de verschuldigde capital gains tax te hunnen laste. In de praktijk blijkt dat de Amerikaanse mutual funds in overgrote meerderheid de voorkeur geven aan uitkering van deze gerealiseerde winsten. De uitkeringen geschieden gewoonlijk eenmaal per jaar en worden apart naast het gewone dividend gedeclareerd. De grootte ervan is sterk wisselend. De Nederlandse inkomstenbelasting negeert de verschillende herkomst van de twee soorten dividenden (ook voor in Nederland gedomicilieerde beleggingsinstellingen) en de periodieke uitkeringen van gerealiseerde winst bezorgen Nederlandse aandeelhouders van Amerikaanse mutual funds dan ook een dosis extra progressieve inkomstenbelasting. Funds met een domicilie in een der belastingoasen kunnen door een aangepaste uitkeringspolitiek dit nadeel wegnemen. Het Nederlandse certificaat is hiertoe niet in staat.

De belastingoasen leggen in hun gebied gedomicilieerde funds niets in de weg als zij ook beleggingsinkomsten willen reserveren en dus doende voor hun aandeelhouders de inkomstenbelasting helemaal buiten spel zetten. In verschillende landen w.o. Nederland en Duitsland, is hiertegen echter de dam opgeworpen van heffing van inkomstenbelasting op basis van een fictief rendement. Overigens dient te worden gesteld dat van het inkomensaccumulatie-effect meer drukte wordt gemaakt dan zijn praktische betekenis rechtvaardigt. De oriëntering op groei brengt immers mede dat aan het behalen van rendement geen enkele betekenis wordt gehecht. Bovendien worden baten in de vorm van dividenden en rente als gevolg van de vestiging in belastinghavens, die behalve Curaçao geen belastingverdragen met de Verenigde Staten hebben, met de volle Amerikaanse bronbelasting van 30% belast. Nadat de beheerskosten in mindering zijn gebracht is een voor accumulatie

resterend overschot van 1% al zeer bevredigend te noemen. Indien leverage wordt toegepast zijn de daarmee gepaard gaande rentekosten doorgaans zodanig dat van een negatief rendement sprake is.

Vestigingsplaats - reglementering

De afwezigheid van reglementering in de belastingoasen vormt een groot probleem waarvan de oplossing nog niet in de verste verte in zicht is. De trek naar de belastingoasen is nog geen 10 jaar oud, het aantal nieuwkomers beweegt zich in sterk stijgende lijn, aangelokt door het vooruitzicht van een grote, groeiende afzetmarkt buiten de Verenigde Staten - binnen de V.S. zijn zij onwettig - en de omstandigheid dat betrekkelijk geringe oprichtingskosten voldoende zijn voor de vestiging van funds die zich in volle vrijheid kunnen ontplooiën. Duidelijk is aan opzet en werkwijzen te zien dat de in oasen gevestigde funds willen lijken op Amerikaanse mutual funds om aldus mede te profiteren van de reputatie die het in bijna 40 jaren van ontwikkeling en opbouw van wettelijke begeleiding en zelfcontrole beproefde Amerikaanse mutual fundwezen heeft verworven.

In de vrije sfeer van de belastingoasen, waarin volgens recente schattingen ruim 100 mutual funds opereren die over in totaal circa 3 miljard dollar beschikken, concentreren zich meer en meer de innovaties, omdat deze zich dank zij het ontbreken van een registratieprocedure zonder moeite en tijd-verlies tot de markt kunnen wenden. De belastingoasen vormen het laboratorium van de fund industry, maar met het nadeel dat veel wat onrijp en nog onbeproefd is zonder meer, ja veelal zonder adequate voorlichting aan een ongediscrimineerd groot publiek wordt aangeboden. Daarnaast vormen de belastingoasen een toevluchtsoord voor fundvormen die in landen met een ontwikkeld wettelijk beleggingskader niet toegelaten of althans aan sterke beperkingen onderworpen zijn. Ten slotte moet men constateren en gedeeltelijk vermoeden dat constructieve, operationele en commerciële gebruiken, die in de Amerikaanse mutual fund-wereld als gebreken en/of misbruiken worden beschouwd en uit dien hoofde al lang zijn uitgebannen, in de belastingoasen vrijelijk de kop opsteken. Het willen lijken op echte Amerikaanse mutual funds gaat - goeden niet te na gesproken - niet verder dan de oppervlakte. Onduidelijkheden blijven bestaan, tekorten in berichtgeving en publiciteit beletten doordringen tot duidelijkheid, met als gevolg dat de funds die vanuit belastinghavens opereren als groep in een sfeer verkeren, die nimmer vrij is van suspecte elementen. Indien dan ook de algemene vraag wordt gesteld of het grote, ongeinformeerde beleggende publiek buiten de Verenigde Staten bij de keuze van mutual funds de voorkeur moet geven aan de fiscaal betere positie van een domicilie in een belastinghaven of aan de waarborgen van een gecontroleerd ordelijke en beproefde opzet van een domicilie in de Verenigde Staten, is een algemeen antwoord naar de stand van zaken van vandaag niet moeilijk te geven: domicilie in de Verenigde Staten.

De voornaamste punten van kritiek op gebreken en/of tekortkomingen van de groep in belastinghavens gedomicilieerde funds concentreren zich op

de rechtspositie van aandeelhouders, volledig openlijke informatie en de verkoopmethoden.

M.b.t. de rechtspositie is vast te stellen dat de overgrote meerderheid van de funds aandelen zonder stemrecht bij het belegend publiek plaatsen, terwijl de fundleiding zich via een aparte klasse van aandelen, die een onbeduidend deel van het fondsvermogen vertegenwoordigt, de algehele zeggenschap in het fund voorbehoudt. In het Amerikaanse stelsel is een dergelijke opzet strikt onwettig en hier gaat de gelijkenis met Amerikaanse mutual funds - het woord mutual komt juist in de naam voor om aan te geven dat het fund de beleggers toebehoort - in het geheel niet op. Aangezien in de landen van vestiging ook geen wettelijke regeling bestaat of van toepassing is, die de rechtspositie van de beleggers ondersteunt, schept het ontbreken van enige invloed van de aandeelhouders een bedenkelijke situatie.

Op het vlak van de volledig openlijke informatie valt de omstandigheid dat het ontbreken van zeggenschap van aandeelhouders niet in het prospectus, noch in andere aan aandeelhouders uitgereikte literatuur wordt vermeld. Maar op dit vlak komen veel meer elementen van suspectie voor. Terwijl de Amerikaanse wetgeving de in Amerika gedomicilieerde funds nauwkeurig de te verstrekken informatie voorschrijft en de publicaties dan ook een hoge mate van uniformiteit en volledigheid hebben, is t.a.v. de informatie door de buiten Amerika gedomicilieerde funds noch van volledigheid, noch van uniformiteit sprake. Wie zich tot oordelen zet vindt dan de ene, dan een andere deur gesloten. Grote onduidelijkheid kan met name ontstaan indien sub-funds en/of dochterondernemingen in de operatie van een fund of groep van funds een rol spelen. De opgegeven beleggingsdoelstelling en de werkelijk in rekening gebrachte kosten kunnen hierdoor volkomen onbeoordeelbaar worden. Bij het gegeven ontbreken van wettelijke voorschriften levert de beoordeling van de functie van de al of niet depotbank of equivalent daarvan genoemde bankinstelling moeilijkheden op. Het is wel zeker te achten dat in vele gevallen de wezenlijke depôtbankfunctie - bewaakster van de activa van het fund tot zekerheid van de beleggers, dienovereenkomstig in de verschillende wetgevingen gedefinieerd - niet wordt vervuld. Ook de beoordeling van de draagwijdte van de accountants-verklaring is geen gemakkelijke zaak.

De verkoopmethoden treden het meest direct naar buiten. De gelijkenis met de Amerikaanse mutual funds wordt ook op dit terrein duidelijk beoogd, maar slechts ten dele verwezenlijkt. Terwijl in Amerika een associatie van de mutual funds ten deze een gedragscode oplegt en in opleiding van verkooppersoneel voorziet, is er buiten Amerika geen andere orde dan die welke elk fund voor zichzelf in acht wenst te nemen. Vele advertenties en ander propagandamateriaal maken op weinig onderlegd publiek een volkomen verkeerde indruk, die ook niet door leden van de verkoopstaf, buiten-sporig opgejaagd als deze worden door hoge provisietaieven en stock options in management companies, wordt rechtgezet. Wezenlijke zaken, zoals de risicograad, blijven verborgen, prestatievergelijkingen worden ten behoeve van de verkoopbevordering niet altijd met de vereiste zorgvuldigheid gebruikt; vaak brengt een kritische controle aan het licht dat de termijnen zo zijn gekozen dat een voor propagandistische doeleinden geëigende gunstige

voorstelling is verkregen. Sinds enige jaren is het mode geworden een commissariaat of soortgelijke bestuursplaats te creëren voor algemeen bekende persoonlijkheden, wier namen commerciële trekkracht bezitten, maar waarbij onduidelijk blijft of die personen enige deskundigheid in het beheer van een fund inbrengen en of zij wel enige materiële invloed op de operaties van het fund kunnen uitoefenen. Ook van namen van banken die enigerlei diensten voor het fund verrichten, maar overigens hoegenaamd niet bij het beheer zijn betrokken, wordt veelvuldig propagandistisch gebruik gemaakt. Tegen de vele in de praktijk gebleken bedenkelijke tot mala fide verkoopmethoden zijn in Duitsland, waar de druk van de buitenlandse funds verreweg het grootst is, wettelijke maatregelen genomen, die o.m. inhouden registratie, publicatie van voorgeschreven voorlichtingsmateriaal in de Duitse taal en een herroepingsrecht van bij verkoop aan huis tot stand gekomen transacties.

Kosten

De kostenstructuur vertoont, zowel wat de afgifte- als wat de beheerskosten betreft, een grote mate van uniformiteit, geheel aansluitend bij de in de Verenigde Staten gebruikelijke tarieven. Beide soorten kosten zijn naar Europese maatstaven hoog, maar vooral die welke eenmalig bij plaatsing van aandelen worden geheven - ca. 8½% voor aankopen tot \$ 10.000, voor grotere bedragen geldt een degressief tarief - waarin een hoge aansporingspremie voor het commerciële werk is verdisconteerd. Uittredingskosten, die in de Europese kostenstructuur gebruikelijk zijn, komen in het Amerikaanse zelden voor. De periodieke beheerskosten voorzien doorgaans in een hoogste grens van 1% per jaar van het fondsvermogen, die normaliter wel wordt benaderd, behalve bij zeer grote funds.

In het begin van hun penetratie in Europa plachten de mutual funds vooral bekritiseerd te worden op hun in vergelijking tot Europese usances hoge kosten. Een genuanceerder standpunt, dat mede rekening houdt met andere oordeelspunten, is intussen wel doorgebroken. Wie in Amerika wil beleggen en daarbij tegelijkertijd de reputatie en waarborgen van het goed gereguleerde en bewaakte Amerikaanse instituut deelachtig wil worden, betale zonder morren wat voor dit instituut in het land van oorsprong gebruikelijk is. Daarbij komt dat het kostenpeil reeds geruime tijd ook in Amerika zelf onderwerp van debat is. Een verlaging, zowel van de beheers- als van de afgiftekosten en onder de laatste ook van de onevenredig op het eerste jaar drukkende kosten bij plannen met maandelijks inleg (front end load) lijkt op den duur niet uitgesloten.

Daartegenover kan worden gesteld dat voor de in belastingoasen gedomicilieerde funds, die ook wat kosten betreft, gelijkenis maar geen gelijkheid offeren, een gelijk openlijk kostenpeil niet vanzelfsprekend is. De operatie van de onder geen enkele controle vallende funds biedt legio mogelijkheden voor onzichtbare extra kostenbelastingen, een terrein waarop de suspectie m.b.t. de in belastingoasen gedomicilieerde funds hoogtij viert. Nimmer kan uit het oog worden verloren, dat een van de zekerheden van het Amerikaanse stelsel is dat het terdege waakt tegen verborgen kosten.

De nieuwe Duitse wetgeving heeft krachtig in het kostenvraagstuk ingegrepen door te bepalen dat buitenlandse funds alleen dan in aanmerking komen voor verkoop aan ingezetenen van de Duitse Bondsrepubliek, indien zij hun afgiftekosten verlagen tot het in Duitsland gebruikelijke peil, dat 5% bedraagt. Het is denkbaar dat dit peil op den duur ook buiten Duitsland, althans in de direct omringende landen usantieel wordt.

Fundvormen met bedenkelijke aspecten

De fund holding company (fund of funds, Dachfonds, in het Nederlands dakfonds) heeft in de afgelopen 10 jaren wel grote opgang gemaakt, maar tegen voortdurende fundamentele kritiek in. De meervermelde nieuwe Duitse wet heeft nu een ondubbelzinnige veroordeling uitgesproken: verkoop van dakfondsen is in Duitsland verboden. In Amerika gelden wel bezwaren, doch geen verbod; enige ontwikkeling van betekenis heeft het dakfonds, dat als zodanig in Amerika al vóór 1940 bestond, echter niet gehad. De Amerikaanse Securities and Exchange Commission concludeerde in een naar dakfondsen ingesteld onderzoek in 1966 negatief en adviseerde in een in 1967 ingediend wetsontwerp (waarvan de parlementaire behandeling nog steeds niet is afgesloten) tot een verbod van de creatie van nieuwe dakfondsen in de Verenigde Staten. Het is waarschijnlijk dat in ieder geval sterke beperkingen zullen worden vastgesteld t.a.v. deelnemingen van funds in andere funds.

De bezwaren kunnen onder drie hoofden worden samengevat, t.w. het dakfonds werkt onnodig kostenverhogend; het werkt ondoorzichtigheid en onduidelijkheid in de hand; het kan storend inwerken op andere funds waarin het belegt.

Het kostenargument is aanstonds duidelijk: het dakfonds voegt aan de afgifte- en beheerskosten van de „onderliggende” funds zijn eigen afgifte- en beheerskosten toe, waartegenover geen te honoreren prestatie wordt geleverd. De rechtvaardiging die dakfondsen voor zichzelf opeisen, inhoudend dat het publiek uit een veelheid van verschillende funds niet kan kiezen en dat de selectie van het dakfonds waarborgt dat steeds de best presterende funds worden gehouden, is niet waar gemaakt. Zij is ook niet voor verwezenlijking vatbaar op grond van te nemen afweermaatregelen van „onderliggende” funds.

De ondoorzichtigheid wordt in de hand gewerkt doordat een combinatie van „onderliggende” funds, die verschillend van aard zijn en ongelijke beleggingsdoelstellingen hebben, geen beoordeling van de risicograad meer toelaat. Het dakfonds kan zich als matig of niet agressief beheerd presenteren, terwijl „onderliggende” funds aan deze kwalificatie niet beantwoorden. Een extreme risicograad kan ontstaan als het dakfonds van technische hulpmiddelen als b.v. leverage gebruikmaakt op een portefeuille van „onderliggende” funds die dit voor zichzelf ook al doen. De risicospreiding kan op oncontroleerbare wijze worden scheefgetrokken als „onderliggende” funds disposities in gelijke richting treffen. Nog verdere trappen van machtsverheffing die al deze ongewenste verschijnselen verder vergroten zou bij acceptatie van enkelvoudige dakfondsen niets meer in de weg staan.

Afweermaatregelen van „onderliggende” funds liggen voor de hand. Het open-end principe, waarbij fundaandelen prompt en zonder beperkingen dienen te worden teruggenomen, kan alleen ongestoord werken als het aandelenbezit maximaal breed gespreid is. Concentraties in één hand, b.v. die van een dakfonds vormen een potentiële bedreiging die het fund voor de overige aandeelhouders onaantrekkelijk maakt. De beleggingspolitiek zal bij het voorkomen van concentraties op ongewenste wijze worden beïnvloed, hetzij doordat met het oog op opvraging een excessieve liquiditeit dient te worden aangehouden, hetzij doordat gedwongen liquidaties leiden tot ongewenste ingrepen in het beleid, die ook kunnen uitmonden in onnodige realisatie van capital gains met alle fiscale gevolgen van dien voor de overige aandeelhouders. Uiteraard vormt de mogelijkheid dat onafhankelijke funds onder controle kunnen komen van een dakfonds een punt van grote zorg voor de wetgever.

Het onroerend goed-fund (real estate fund, property fund) is vanuit het laboratorium der belastingoasen tot nieuw leven gewekt. De opzet is gelijk aan die van in effecten beleggende mutual funds: open-end-type, met onbeperkte afgifte en terugnemning van aandelen tegen netto-waarde. Ook in Europese landen, m.n. Duitsland en Zwitserland, komen onroerend goed-fonds met een soortgelijke opzet voor. In Nederland hebben zij in de vijftiger jaren bestaan, maar zijn zij alle tot gesloten funds omgevormd, nadat de ondeugdelijkheid van het open-end principe voor belegging in onroerend goed was gebleken.

De ondeugdelijkheid hangt rechtstreeks samen met de bijzondere aard van onroerend goed als beleggingsobject in termen van courantheid en marktwaardering. Het feit dat onroerend goed nu eenmaal niet als effecten vlot verkoopbaar is maakt dat gebruik van onroerend goed in een fund dat zich verplicht tot ongelimiteerde terugbetaling van aandelen alle potentiële moeilijkheden van illiquiditeit oproept. Dat zulks ook in de praktijk wordt onderkend, blijkt uit het voorkomen van de bepaling volgens welke de leiding van het fund gerechtigd is terugnemning van aandelen op te schorten. Ook in effecten beleggende funds van het open-end-type hebben een soortgelijke clause, maar terwijl men bij effectenfunds kan aannemen dat de toepassing er van beperkt blijft tot zeer uitzonderlijke situaties (sluiting van een beurs voor langere tijd komt alleen voor onder omstandigheden van oorlog en revolutie) moet bij onroerend goed-funds aan de ontsnappingsclause een veel wijdere betekenis worden toegekend uit hoofde van de aard van de activa. Het ligt voor de hand en is in de praktijk ook herhaaldelijk bewezen dat open-end onroerend goed-funds niet tegen majeure opvragingen bestand zijn en dat zij zich in een zodanige situatie hetzij voor geruime tijd gesloten verklaren, hetzij zich definitief omvormen tot gesloten funds. In beide gevallen gaat het wezenskenmerk van het open-end fund - de gelijkheid van koers en intrinsieke waarde - verloren. De presentatie als open-end fund en de waarborg voor de prijsvorming die het on geïnformeerde publiek hieraan toekent zijn misleidend.

Uiteraard is het mogelijk door een permanente vrij hoge liquiditeit de

gevaarsgrens te verleggen, maar wat men hiermede aan liquiditeit wint gaat verloren aan effectiviteit van het fund, dat zich maar met een deel van zijn vermogen aan zijn eigenlijke beleggingsdoel kan wijden. Hierdoor wordt de neiging versterkt ter compensatie een overdreven gebruik van „leverage” te maken. In dit verband betekent een permanente liquiditeit van 30% zoals door sommige funds wordt aangehouden, al een zeer groot offer en nochtans weet niemand of hiermede voldoende veiligheid is gekocht. Er is m.b.t. alle niet in Amerika gedomicilieerde mutual funds één speciale omstandigheid in het geding, nl. dat hun aandelen uitsluitend worden geplaatst bij niet-Amerikanen. Elke majeure valuta- of goudcrisis kan, als de waarde van de dollar daarbij in discussie geraakt, onder die niet-Amerikaanse aandeelhouders een paniekachtige ontleding uitlokken, die de onroerend goed-funds voor de grootste moeilijkheden kan plaatsen.

Het ontbreken van een lopende marktwaarde bij onroerend goed vormt een onoplosbaar probleem, dat elke exacte vaststelling van intrinsieke waarde en van afgifte- en terugnemingsprijzen op losse schroeven zet. De aangehouden taxatiewaarden missen de test van de markt; zij kunnen op de duur belangrijk gaan afwijken en belangrijke correcties noodzakelijk maken als te eniger tijd een echte markttransactie plaatsvindt. Een fund dat niet door opvragingen geplaagd wordt kan zijn aandeelhouders jaren lang gelukkig maken met opwaarderingen volgens een inflatiefactor, die hopelijk op zijn best niet meer dan een gebrekkige benadering van de werkelijke realisatiewaarde vormt. Blijkt achteraf dat langdurig een te hoge waarde is gehanteerd, dan moeten kopers van de aandelen van het fund zich terecht genomen voelen. In het omgekeerde geval is de schade voor rekening van de aandeelhouders die hun bezit lang geleden verworven hebben.

Ten slotte is er alle aanleiding attent te zijn op de mate van toepassing van leverage bij onroerend goed-funds. Uit deze hoek kunnen gevaren dreigen als de rendabele bezetting van het onroerend goed tegenvalt en de aflossings- en rentelasten niet meer door huurinkomsten kunnen worden gedekt. Het is moeilijk aan de indruk te ontkomen dat de agressieve mutual funds de grenzen van het voorzichtige al achter zich gelaten hebben. Wat het kostenpeil betreft dient er rekening mede te worden gehouden dat in de sfeer van het onroerend goed meer aangrijpingspunten bestaan voor verborgen belastingen dan in de effectensfeer. Niet alleen aan- en verkoop, ook onderhoud, beheer, taxatie en hypotheekverlening kunnen de management company baten opleveren die niet of zeer moeilijk zijn te ontdekken.

Conclusies

De mutual fund industry wordt de laatste jaren gekenmerkt door een „verharding” van de beleggingsdoelstelling en de daarmee gepaard gaande hogere risicograad.

De in Amerika gedomicilieerde funds opereren in een wettelijke omgeving, die belangrijke waarborgen verschaft. Voor niet-Amerikaanse beleggers zijn de fiscale consequenties van directe deelneming niet gunstig.

Een optimale fiscale positie verschaffen de niet in Amerika gedomicilieerde funds. Daartegenover staat echter dat het ontbreken van wettelijk toezicht of zelfcontrole diverse suspecte elementen in beheer, verkoop en kostenbelasting heeft doen ontstaan en laat voortbestaan.

Bedenkelijke kanten zijn verbonden aan de mutual funds in de vorm van dakfondsen en onroerend goed-fondsen.

Prestatiebeeld van verschillende groepen funds

De tabel rangschikt in afdalende volgorde de prestaties van 7 verschillende groepen funds in de aangegeven jaren. In een typisch opgaand beursjaar (1961) is groep 1 bovenaan en groep 7 onderaan te vinden, terwijl in een typisch neergaand beursjaar (1962) het omgekeerde geldt. In jaren waarin de opgang geen algemeen karakter had („selectieve” jaren 1964 en 1968) werden de hoogste prestaties niet door de meest agressieve funds behaald, maar door die uit de middencategorie.

Rising Market Years						Declining Years	
1961	1963	1964	1965	1967	1968	1962	1966
# 1 + 31.1%	DJ + 20.0%	DJ + 18.1%	# 1 + 27.7%	# 1 + 44.7%	# 2 + 23.9%	# 7 + 4.8%	# 7 - 3.5%
# 4 + 24.3	# 1 + 19.5	# 4 + 15.3	AF + 19.0	AF + 33.3	# 4 + 20.3	# 6 - 2.9	# 3 - 5.3
# 3 + 24.2	# 3 + 18.5	# 6 + 14.9	# 3 + 18.6	# 2 + 31.7	# 6 + 20.1	# 4 - 7.3	# 1 - 5.4
AF + 23.9	# 4 + 16.9	# 3 + 13.9	# 6 + 15.6	# 3 + 27.5	# 1 + 17.9	DJ - 7.3	AF - 5.8
DJ + 22.3	# 6 + 16.6	# 2 + 12.9	DJ + 13.8	# 4 + 22.8	AF + 17.2	# 5 - 5.8	# 5 - 5.8
# 2 + 19.3	AF + 16.4	AF + 12.3	# 4 + 13.7	# 6 + 22.6	# 5 + 14.6	# 2 - 11.5	# 6 - 6.3
# 5 + 19.3	# 5 + 13.5	# 5 + 12.0	# 5 + 11.0	# 5 + 21.3	# 3 + 14.0	AF - 11.7	# 4 - 8.4
# 6 + 18.2	# 7 + 11.6	# 1 + 10.5	# 7 + 6.9	DJ + 18.3	# 7 + 12.2	# 3 - 11.9	# 2 - 8.9
# 7 + 5.5	# 2 + 9.5	# 7 + 9.7	# 2 + 6.3	# 7 + 12.7	DJ + 7.3	# 1 - 18.5	DJ - 15.1
(#) Group Number			(DJ) Dow Jones Average			(AF) All-fund average	

Fundgroepen:

- 1 Growth Funds
- 2 Growth Funds (Can. en/of intern. effecten)
- 3 Growth + Income
- 4 Income + Growth
- 5 Growth, Income and Stability (Balanced funds)
- 6 Income Funds
- 7 Bond and Preferred Stock Funds

Ontleend aan Fundscope, maart 1969 pag. 39.