

# Transparantie in de financiële sector: met de lusten ook de lasten

Auteur  
Maarten Blankevoort<sup>1</sup>

*Transparantie is een groot goed en het is onmogelijk om hier geen voorstander van te zijn. Wie tegen transparantie is, heeft vast iets te verbergen. Daardoor is er vrijwel geen aandacht voor de schaduwzijde van transparantie: de enorme verhoging van materiële en immateriële kosten die deze met zich meebrengt.*

Dit artikel gaat kort in op de transparantietendens en geeft enkele praktische voorbeelden van waar institutionele beleggers tegenaan kunnen lopen. Moet een bestuurder alle details van een beleggingsportefeuille kennen? Wat zijn de kosten van transparantie? En hoe voorkomen we met alle regelgeving dat pensioenfondsbestuurders uitsluitend bezig zijn met het afvinken van transparantievereisten? De uitdaging zit erin orde te scheppen in de informatie en een governancestructuur in te richten waarmee de hoofdlijnen gevolgd kunnen worden, maar ook de details beschikbaar zijn. Een goede afweging tussen de baten en de lasten is daarbij cruciaal.

## Het nut van transparantie

Transparantie is de afgelopen jaren als gevolg van een maatschappelijke tendens en nieuwe regelgeving een belangrijk thema in vermogensbeheer geworden. In een wereld waarin welke informatie dan ook in een paar minuten via internet gevonden kan worden, zou het niet vreemd zijn dat ook een conservatieve industrie als vermogensbeheer met haar tijd meegaat. Toch is het vooral druk van buitenaf geweest die voor de belangrijkste veranderingen heeft gezorgd en dat nog steeds doet. Pensioenfondsen en verzekeraars stellen strengere eisen aan uitvoerders, wat heeft geleid tot meer inzicht in de opbouw van beleggingsportefeuilles, in risico's en in verdienmodellen. Een goede ontwikkeling, want dit inzicht leidt vervolgens weer tot bewustere keuzes, meer verantwoording en ook tot meer concurrentie tussen vermogensbeheerders. De bewustwording brengt risico's aan het licht waar eerder niet of in mindere mate bij werd stilgestaan (denk aan concentratierisico's) en maakt kritische vragen mogelijk over bijvoorbeeld het beleid dat gevoerd wordt met betrekking tot maatschappelijk verantwoord beleggen, of over specifieke deelnemingen in bedrijven die bepaalde duurzaamheidscriteria schenden. De grotere mate van verantwoording zien we onder andere terug in jaarverslagen van pensioenfondsen, waar steeds meer toelichting wordt gegeven op het gevoerde beleid. En ook de recente prijzenslag onder vermogensbeheerders kan in het licht van de toegenomen transparantie gezien worden. De openbaarmaking en vergelijkbaarheid van prijzen zorgt voor een hoger kostenbewustzijn en daarmee voor een continue druk op kosten.



Regelgeving heeft zeker ook bijgedragen aan het vergroten van transparantie. Regelgevers en – op een lager niveau – toezichthouders beantwoorden hiermee aan de maatschappelijke roep om grote misstanden die hebben plaatsgevonden in de toekomst te voorkomen. Deze ontwikkeling zien we zowel in Noord-Amerika als in Europa. Na de boekhoudschandalen van onder andere Enron volgde de Sarbanes-Oxley wetgeving om operationele risico's te beheersen. Na de val van Lehman volgden Dodd-Frank in de VS en de European Market Infrastructure Regulation (EMIR) in Europa om de risico's van het gebruik van derivaten te beperken. En na de laatste crises, waarbij de dekkingsgraden van pensioenfondsen en de solvabiliteitsratio's van verzekeraars forse klappen opliepen, werd duidelijk dat de bestaande wijze om tot prudente buffers voor risicodragend kapitaal te komen niet volstond. Hieruit volgde voor Nederlandse pensioenfondsen een aangepaste berekening van het Vereist Eigen Vermogen in het nieuwe FTK en is een vergelijkbare ontwikkeling zichtbaar bij verzekeraars onder Solvency II.

### De schaduwzijde

Een hogere mate van transparantie met betrekking tot de beleggingsportefeuille is daarmee niet meer weg te denken. De vraag is echter: leidt deze transparantie ook tot betere beleggingsbeslissingen of een beter resultaat?

Naast alle positieve effecten zit er ook een keerzijde aan de tendens tot meer transparantie. De grote hoeveelheid beschikbare informatie kan leiden tot schijnzekerheid en daarmee tot de *illusion of control* en de *illusion of knowledge*, twee bekende valkuilen uit de *Behavioral Finance* (Montier, 2007). Deze kunnen er op hun beurt toe leiden dat de kwaliteit van beleggingsbeslissingen afneemt. Ook leidt de transparantietendens met betrekking tot beleggingsportefeuilles tot een sterke toename van kosten.

Aan de hand van een aantal voorbeeldsituaties zal dit worden toegelicht.

### Schijnzekerheid

Veel pensioenfondsen evalueren jaarlijks of zij nog voldoen aan de op hen van toepassing zijnde uitbestedingsregels en de regels met betrekking tot beheerste en integere bedrijfsvoering. Hierbij kijkt men onder andere naar de operationele processen bij uitvoeringsorganisaties en de beheersing van de daarbij behorende (operationele) risico's. Voor de onderbouwing valt men vaak terug op het ISAE 3402 rapport (voorheen SAS70) van zo'n uitvoeringsorganisatie. In het ISAE 3402 rapport staan (kortweg) de belangrijkste processen van een organisatie beschreven en maatregelen die ervoor moeten zorgen dat de processen juist, tijdig en volledig worden uitgevoerd. Een accountant controleert vervolgens of het bewijs dat de maatregelen zijn uitgevoerd inderdaad aanwezig is. Zegt de aanwezigheid van een ISAE 3402 rapport zonder opmerkingen van de accountant daarmee dat het operationele risico beperkt is? Helaas niet.

In feite zegt dit alleen dat de organisatie de maatregelen zoals beschreven daadwerkelijk heeft uitgevoerd, niet of de beschreven maatregelen inderdaad het operationele risico beperken. Vooral waar dienstverlening een belangrijke mate van maatwerk bevat, zijn de processen en controles vaak te specifiek om op te kunnen nemen in een ISAE 3402 rapport. Hierdoor ontstaat bij het afvinken op de aanwezigheid van een dergelijk rapport het risico van schijnveiligheid, zelfs wanneer de moeite is genomen het rapport minutieus door te nemen en kritische vragen aan de uitvoerder te stellen. Door dergelijke checks ontstaat dan de *illusion of control*: het risico dat men onterecht inschat oncontroleerbare situaties te kunnen controleren of beïnvloeden.

## De grote hoeveelheid beschikbare informatie kan leiden tot schijnzekerheid en daarmee tot de illusion of control

### Transparantie omdat het kan

Een ander voorbeeld is te vinden in de rapportagevereisten met betrekking tot derivaten die sinds vorig jaar worden voorgeschreven onder EMIR. Na de val van Lehman ontstonden zowel in de Verenigde Staten als in Europa initiatieven om een tweede 'Lehman' te voorkomen. Sindsdien wordt in Europa onder de noemer EMIR stapsgewijs nieuwe regelgeving van kracht om de risico's van derivaten te beperken en het gebruik transparant te maken. Dit verloopt op enigszins rommelige wijze: deadlines worden regelmatig verschoven, de praktische details van de vereisten worden soms pas zeer kort voor de deadline bekendgemaakt en verschillende toezichthouders hebben soms verschillende interpretaties van dezelfde regels. Met betrekking tot de rapportageverplichting is het echter vooral de vraag wat men met de verkregen transparantie precies wil bereiken. Zo moeten institutionele partijen rapporteren over de door hen aangegeven beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde derivatentransacties, de dagelijkse waardering daarvan en eventueel aanwezig onderpand. Waar in de VS echter alleen zakenbanken en andere *sell side* marktpartijen die de spil vormen van de derivatenhandel hoeven te rapporteren, moeten onder EMIR ook de afnemers van deze producten (*buy side*) over hun derivatengebruik rapporteren aan de toezichthouder. Door de meeste pensioenfondsen en verzekeraars wordt derivatengebruik echter uitsluitend gebruikt bij het beperken van risico's (rente, valuta) of efficiënt portefeuillebeheer. Over de reden van het derivatengebruik hoeft in het kader van EMIR echter

niet te worden gerapporteerd, waardoor de vraag opkomt wat de toegevoegde waarde is van deze extra verkregen transparantie en of dit opweegt tegen de kosten die hiervoor vanuit de buy side worden gemaakt. Met name partijen die momenteel reeds met een doeltreffend tegenpartij- en onderpandbeleid hun risico's beperken worden daarmee kind van de rekening. Zij krijgen als afnemers namelijk linksom of rechtsom een belangrijk deel van de rekening gepresenteerd. De schattingen van deze kosten variëren, maar zijn in alle gevallen aanzienlijk: zo schat Deloitte (2014) de totale kosten van EMIR als gevolg van onder andere de extra onderpandvereisten, hogere kapitaalbuffers en de rapportageverplichtingen op ruim 15 miljard euro.

### Praktische implicaties: Look Through

Vooraleer kleine en middelgrote pensioenfondsen gebruiken beleggingsfondsen (indirecte beleggingen) om hun portefeuilles op te bouwen. Deze indirecte beleggingen investeren op hun beurt in een bepaalde beleggingscategorie. Voor het verkrijgen van de gewenste mate van transparantie is *look through* dan een vereiste. Hiermee wordt bedoeld dat door het beleggingsfonds wordt heen-gekeken, waardoor de belegger inzicht krijgt in de achterliggende beleggingen (bijvoorbeeld aandelen, obligaties of derivaten) van zijn participatie. Bij 'discretionaire' beleggingen heeft een belegger geen *look through* nodig aangezien hij in dat geval direct eigenaar is en daarmee ook direct zicht heeft op de betreffende aandelen, obligaties of derivaten.

De afgelopen jaren heeft de industrie flinke stappen gezet om deze *look through* beschikbaar te maken. Naast de wens van beleggers om meer transparantie te krijgen is deze trend in Europa ook in belangrijke mate ingegeven door de voor pensioenfondsen en verzekeraars benodigde solvabiliteitsberekeningen in het kader van onder andere Solvency II. Waar vijf jaar geleden door sommige fondsbeheerders initieel nog werd gevraagd om een brief van de toezichthouder als onderbouwing voor een verzoek om *look through* gegevens of kasstroomprognoses, is zoiets vandaag de dag niet meer denkbaar. Iedere fondsbeheerder zal momenteel dergelijke gegevens in verschillende formats aanleveren aan onder andere dataproviders, custodians, fiduciair managers of rechtstreeks aan institutionele eindbeleggers.

Het verstrekken, verzamelen en aggregeren van de *look through* gegevens is echter een behoorlijk kostbare exercitie voor de betrokken partijen. Enerzijds kunnen de kosten voor het gebruik van data hoog oplopen, bijvoorbeeld omdat voor het doorgeven aan eindgebruikers van kredietbeoordelingen (ratings) per instrument vaak apart betaald dient te worden aan dataproviders. Anderzijds is het verzamelen en aggregeren van de gegevens vaak erg arbeidsintensief. Zeker waar sprake is van gebruik van derivaten of niet-beursgenoteerde instrumenten zijn er momenteel nog geen goede geautomatiseerde oplossingen mogelijk. Goed voor de werkgelegenheid, maar slecht voor het kosten-niveau. De vraag hoeveel toegevoegde waarde het

verzamelen van de detailinformatie precies oplevert, hoeveel het voor de gehele industrie kost en of het een nog wel in verhouding staat tot het ander wordt echter zelden gesteld.

### De bomen en het bos

Het verkrijgen van een hogere mate van transparantie wordt vaak – terecht of onterecht – gelijkgesteld aan het beschikbaar komen van meer (detail-)gegevens. Deze hoeveelheid extra verkregen informatie kan echter ook leiden tot de illusion of knowledge, de overtuiging dat meer informatie leidt tot grotere nauwkeurigheid en daarmee tot betere (beleggings)beslissingen. Montier (2007) laat echter zien dat verschillende onderzoeken naar dit fenomeen hebben aangetoond dat meer informatie in praktijk niet leidt tot betere beslissingen en in sommige gevallen zelfs tot een slechter resultaat.

In veel situaties is het misschien wel aannemelijker dat de extra informatie juist tot verwarring leidt wanneer de informatie verschillende inzichten geeft en weer meer vragen oproept over steeds kleinere details. Dit kan weer leiden tot besluiteloosheid.

Ook in de praktijk komt dit regelmatig voor. Pensioenfondsen en verzekeraars geven hun beleggingsafdeling, fiduciair manager of consultants al sinds jaar en dag verzoeken om beleggingsinhoudelijke onderwerpen uit te diepen, rendementen te specificeren, risico's in kaart te brengen of de kosten van beleggen inzichtelijk te maken. De verzoeken zijn erop gericht meer inzicht te krijgen in bepaalde materie of toezicht te houden op de uitbestedingsrelatie. Mede als gevolg van regelgeving zijn de laatste jaren de verzoeken om informatie en – in antwoord daarop – de informatievoorziening fors toegenomen. In veel gevallen begint dit te wringen: het kost beleggingscommissies bijzonder veel tijd om alles te lezen en er vervolgens een goed oordeel over te kunnen vormen. Ook bij de behandeling hiervan blijkt soms dat er na het bespreken van ontwikkelingen in regelgeving, themaonderzoeken, rapportages en verzochte detailinformatie geen tijd meer is om de ontwikkelingen op markten of beleggingsinhoudelijke analyses door te nemen. De vinklijstjes zijn keurig afgewerkt, maar staat de beleggingsportefeuille er nog goed voor?

De toegenomen transparantie heeft dus consequenties voor de hoeveelheid informatie die wordt verstrekt en kan daarmee impact hebben op de effectiviteit en de efficiëntie van de besluitvorming. Bij het nemen van een moeilijk besluit is het bijvoorbeeld een bekende valkuil om meer analyse en informatie te vragen en dieper de details in te gaan. Deze additionele informatie met voors en tegens, voorbehouden en extra onzekerheden, kan ertoe leiden dat men verzandt in details en uren vergaderen van diverse beleidscommissies nodig heeft om tot besluitvorming over te gaan. Of erger, dat men überhaupt niet tot een besluit komt. Uiteindelijk is de uitdaging voor een beleggingscommissie of bestuur daarmee op de juiste wijze om te gaan.

## Hoe dan wel?

De wens om meer transparantie te verkrijgen wordt gefaciliteerd door moderne IT-infrastructuur, waarbij data in iedere gewenste vorm en format en tot in de kleinste details kan worden opgeleverd. De informatiewaarde van data verschilt echter, wat leidt tot nieuwe uitdagingen. Naast de hoge kosten die het opleveren van de gegevens en het rapporteren hierover met zich meebrengt, kan de extra verkregen informatie leiden tot de illusion of knowledge en de illusion of control, en ook tot besluiteloosheid. De vraag is hoe dan te zorgen voor effectieve en efficiënte beleggingsbeslissingen?

## De vinklijstjes zijn keurig afgewerkt, maar staat de beleggingsportefeuille er nog goed voor?

We zien dat de effectiviteit van besluitvorming wordt geholpen door goede governance. Enerzijds door (externe) beleggingsinhoudelijke experts in de beleggingscommissie te hebben, een stap die veel pensioenfondsen de laatste jaren al hebben gezet. Anderzijds helpt het ook om duidelijke afspraken te maken over beslissingsbevoegdheden (*decision rights*), procedures op te stellen om besluiteloosheid te voorkomen en op de vergaderagenda de beleggingsinhoudelijke onderwerpen als eerste te behandelen.

De uitdaging om ook efficiënt met informatie om te gaan kan lastiger zijn. De hoeveelheid informatie die benodigd is om een bepaald besluit goed te nemen hangt af van de aanwezige expertise, maar ook van het onderwerp. Een schifting van de informatie vooraf helpt, maar dit vereist wel een kundig

en ervaren bestuursbureau dat moet bepalen welke informatie benodigd is en welke niet. Additioneel kan het helpen een dashboard te gebruiken met managementinformatie waarop voor een aantal vooraf gedefinieerde onderwerpen is aangegeven of ze voldoende, verbetering behoeven of per direct aandacht nodig hebben. Dit staat of valt echter bij de interpretatie vooraf in welk vakje iets thuis hoort, met alle risico's van dien. Ook loopt men bij deze aanpak het gevaar te rigide naar een aantal onderwerpen te kijken die bij gewijzigde omstandigheden wellicht onvoldoende informatie geven.

In alle gevallen is het van belang de investering in transparantie transparant te maken, hoe lastig dat in praktijk ook zal zijn. Enkele jaren geleden heeft de Autoriteit Financiële Markten (2011) een rapport gepubliceerd, waarin werd becijferd dat een kostenverlaging van 0,1% bij een gelijkblijvend profiel op termijn leidt tot een 3% hoger pensioenvermogen. Ervan uitgaande dat een belangrijk deel van de kosten van transparantie uiteindelijk bij pensioenfondsen en verzekeraars terecht komt, is het van belang deze kosten goed af te wegen tegen de extra toegevoegde waarde van transparantie. Hieronder vallen ook de kosten die gemaakt moeten worden om te kunnen voldoen aan de steeds strengere toezichtseisen en -rapportages evenals de hogere kosten die toezichthouders op hun beurt maken om dat vervolgens weer te monitoren en controleren.

Een panklare oplossing voor deze uitdagingen is er nog niet, maar de komende jaren zullen ongetwijfeld *best practices* ontstaan in de richting zoals hiervoor omschreven. Als pensioenfondsen, verzekeraars en toezichthouders een goede balans weten te vinden tussen de kosten en baten van transparantie zal van een schaduwzijde geen sprake meer zijn. ■

### Literatuur

—Autoriteit Financiële Markten (AFM), 2011, Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht, Amsterdam. Rapport op <http://www.afm.nl/~media/files/rapport/2011/onderzoeksrapport-kosten-pensioenfondsen.ashx>

—Deloitte, 2014, OTC Derivatives, the new cost of trading, Londen. Paper op <http://www2.deloitte.com/uk/en/pages/financial-services/articles/the-new-cost-of-trading.html>

—Montier, J., 2007, Behavioural Investing, John Wiley & Sons Ltd, England

### Noot

<sup>1</sup> Maarten Blankevoort MSc CFA is als senior fiduciair manager werkzaam bij Kempen Capital Management.