

DE INVLOED VAN REGULERING OP DE FINANCIËLE MARKTEN

JAARGANG 37 | NUMMER 145 | VOORJAAR 2021

Het nieuwe Europese
pensioenakkoord:
het PEPP

10

Renteafdekking in
het nieuwe pensioen-
contract

18

Einde van een tijdperk:
Rentebenchmark-
hervorming nadert
climax

31

Geef de HFT's meer
credit interview met
Albert Menkveld

39



INHOUD

EDITORIAL

De impact van wet- en regelgeving 3

Roy Hoevenaars, Mark Geene en Frederik Mannaerts

PRAKTIJK

Het nieuwe Europese pensioenakkoord: het PEPP 10

Hans van Meerten

COLUMN

Maak oogcontact!! 17

Bert Bakker

ONDERZOEK

Renteafdekking in het nieuwe pensioencontract 18

Gosse Alserda, Jenze Sibma en Arjen Tebbenhof

ONDERZOEK

De EU taxonomie: de noodzaak tot een duurzame transitie 24

Nadja Franssen

ONDERZOEK

Einde van een tijdperk: Rentebenchmarkvorming nadert climax 31

Tom Hudepohl en Daniël Overduijn

INTERVIEW

Geef de HFT's meer credits 39

Ronald Kok

INTERVIEW

Een keurmerk: ook voor duurzaam beleggen van belang! 42

Frederik Mannaerts en Ronald Kok

PRAKTIJK

Aim for green – A new regulatory reform ahead for financial markets 46

Peter Bouma en Richard Frehé

PRAKTIJK

Grenzeloze crowdfunding: kansen en risico's voor beleggingsondernemingen 52

Jan Willem van der Velden

PRAKTIJK

De groene gevangenis: nieuwe duurzaamheidsregelgeving plaatst vermogensbeheerders en pensioenfondsen voor ingewikkelde dilemma's 57

Ernst de Klerk

COLUMN

Niets menselijks is ons vreemd 63

Randy Caenen

VERDER IN DIT NUMMER

Uit de Vereniging

Research Challenge: Benelux Finals 4

Alex Morozov

De Annual Dinner Appetizer:

een voorafje dat naar meer smaakt 7

Raphie Hayat

Let's meet! The chair of the career committee

Yiyi Huang 9

Yiyi Huang

Scriptie

Samenvatting van RMFI-essay 64

Joep Munten

Bookreview

De Mythe van de Staatsschuld 66

Fiona Voster

CALL FOR PAPERS

De redactie van het VBA Journaal is op zoek naar auteurs die een bijdrage willen schrijven voor de najaarseditie. Deze editie heeft als thema "Een beleggingsperspectief op de toekomst van accountancy". Hiertoe zal de redactie samenwerken met de redactie van de Accountant van NBA.

Voor deze speciale editie nodigen wij auteurs uit om stil te staan bij de rol van accountancy voor de beleggingsprofessie en de ontwikkelingen die plaatsvinden in de accountancy die relevant zijn voor Nederlandse beleggers in binnen- en buitenland. De inzendingen mogen zowel onderzoek betreffen als opiniërend zijn over de rol van accountants en de waarde van financiële/niet-financiële verslaglegging in het jaarverslag. Andere inzendingen die dit thema raken zijn uiteraard ook welkom. Men kan denken aan de volgende onderwerpen om inspiratie op te doen:

- Veranderingen en consequenties voor beleggers in de beschikbaarheid van accountancy informatie: digitalisering / real time data, terugkijkend versus vooruitkijkend, regels versus gezond verstand, alternatieve data, ...

- Verbreding accountancy op niet-financiële dimensies en consequenties voor beleggers: verklaringen van en onderzoek van accountants naar risicomanagement binnen een onderneming, data over duurzaamheid diversiteit en beloningsbeleid van de onderneming, ...
- Red flags en fraudeonderzoek: Forensische accountants, lessen en consequenties Wirecard, Enron of Ahold
- Kosten en kwaliteit: toegenomen complexiteit, gebruikers van jaarverslag versus betalende voor het jaarverslag, wettelijke verplichting en publieke functie, toegangsbarrières voor nieuwe accountants, beloningsbeleid van accountants, toegang tot accountants voor kleine beursgenoteerde ondernemingen.
- Hebben we accountants nog wel nodig in de volgende decennia waar alle informatie te vinden is van internet, en via satellieten de input/out van winkels, restaurants en magazijnen zijn te volgen en te koppelen met bankdata via 'digitale poortjes'?

- Een accountantsperspectief op beleggers/financieel analisten: restatements, invloed van Corona, hoe om te gaan met immateriële activa? Kijken beleggers wel genoeg naar alle informatie in jaarverslagen, zowel financiële data en investering (indirecte *prospectief informatie*) als managementbeschrijvingen of laten ze zich teveel leiden door de 'headline EPS' en cashflow?

Via deze call for papers roepen wij geïnteresseerde auteurs op voor 30 april 2021 contact op te nemen met de redactie (irma.willemsen@cfavba.nl). Het moet daarbij gaan om oorspronkelijk werk dat nog niet elders is gepubliceerd. Er is in deze uitgave beperkt ruimte voor artikelen die over een ander onderwerp gaan.

Verdere informatie over bijvoorbeeld auteursinstructies en historische Journaals (het archief) staat op: <https://www.cfasociety.org/netherlands/Pages/VBA-Journaal.aspx>

De impact van wet- en regelgeving

SFDR, EMIR, SRD, MiFID, AIFMD zijn een aantal voorbeelden van verordeningen die de financiële industrie in de afgelopen periode druk heeft beziggehouden. Wet- en regelgeving is van invloed op ons allemaal. Van aanbieder tot afnemer. Centraal staat de bescherming van de consument. Dit voorjaarsnummer gaat in op de invloed van wet- en regelgeving op financiële markten en de financiële industrie. Dit nummer laat ook zien dat wet- en regelgeving niet een 'tick the box' exercitie is; het zet de industrie in beweging, geeft ruimte voor differentiatie, en vraagt om oplossingen.

Dit voorjaarsnummer gaat niet voorbij aan de wetgeving die tot de mijlpalen van kabinet Rutte III mag worden gerekend: het nieuwe pensioenakkoord. Gosse Alserda, Jenze Sibma en Arjen Tebbenhof onderzoeken hoe de renteaftdekking van een pensioenfonds, per leeftijdscohort als het collectief, het beste vorm kan worden gegeven. Zij benadrukken het belang van beleggingsovertuigingen. Hoewel de gewenste renteaftdekking van meerdere factoren van belang is, weegt een rentevisie zwaar. De risicohouding is van essentieel belang voor de mate van aftdekking wanneer een pensioenfonds verwacht dat de rente gaat stijgen.

Regelgeving uit het EU Sustainable Finance Action Plan komt in dit nummer uiteraard ook aan bod. Onderdeel hiervan vormt de Europese taxonomy, de classificatie wat duurzaamheid behelst. Nadja Franssen schets een beeld in hoeverre de taxonomy tot veranderingen zal leiden, zowel in financiële markten als in de industrie. In dat kader raden wij ook het interview met Randy Pattiselanno aan. Randy stelt kritische vragen bij (de uitwerking van) het EU Action Plan en de taxonomy. Wat hebben de stukken van Nadja en Randy overeen? Een positief vooruitzicht dat de doelstelling van het EU Action Plan, kapitaalstromen bewegen richting duurzaamheid, op lange termijn zal worden behaald. Binnen het thema van verantwoord beleggen en nieuwe wetgeving voor beleggers past ook het artikel van Ernst de Klerk. Hij beschrijft hoe de recent in werking getreden SFDR-vereisten, onderdeel van het EU Sustainable Finance Action Plan, vermogensbeheerders en pensioenfondsen voor twee actuele en ingewikkelde (prisoners) dilemma's plaatsen. Op termijn kan de nieuwe duurzaamheidsregelgeving mogelijk ingrijpende gevolgen hebben voor beleggingsportefeuilles. Een blik op de toekomst wordt geworpen in het artikel van Richard Frehe en Peter Bouma. Zij beschrijven hoe de financiële sector efficiënter kan zijn bij de implementatie van de nieuwe duurzaamheidsregelgeving en benoemen hierbij de lessons learned uit de vorige crises. Zij zien dat de wet- en regelgeving de complexiteit versnelt en dat de afhankelijkheid van beleggers naar derde partijen toeneemt. Dit brengt ook extra kosten met zich mee.

Het artikel van Daniel Overduijn en Tom Hudephol is eveneens actueel. Zij beschrijven het doel en de status van de wereldwijde benchmarkhervormingen rondom LIBOR. De transitie naar een nieuwe benchmarkmethodiek raakt miljarden aan contracten.

Duidelijk geven zij aan welke stappen er nog gemaakt moeten worden in het eurogebied bij de transitie van EONIA naar €STR en de hervorming van EURIBOR. Hierbij maken zij gebruik van de data-uitvraag die door de DNB en AFM recent bij banken is verricht.

In dit nummer staan ook meerdere interessante artikelen uit de praktijk. Hans van Meerten stelt dat het Pan-Europees persoonlijk pensioenproduct (PEPP) veel te bieden heeft. Hij meent dat de Nederlandse vrees dat een PEPP de 'sociale' doelstelling van Nederlandse pensioenfondsen doorkruist en dat de verplichtstelling mogelijk op het spel staat, niet correct is. Jan Willem van der Velden behandelt de hoofdlijnen van de Crowdfunding Verordening die van kracht wordt aan het einde van dit jaar. Voor investeerders is het afwijkende toezicht en aansprakelijkheidsregime van belang. Voor institutionele beleggers kan dit nieuwe Europese regime ook mogelijkheden bieden.

Een vermelding waard is het opgeschreven interview met Albert Menkveld van de Vrije Universiteit. We spreken met hem over de ontwikkelingen in de high-frequency trading markt en waarom daar juist minder in plaats van meer regelgeving zou moeten zijn. Hij ziet ook mogelijkheden voor een verdere automatisering van het toezicht. Ook komt de recente prijsvorming van het aandeel Gamestop aan bod en de mogelijkheden in data science wanneer sociale media en de beurswereld aan elkaar worden gekoppeld.

Tenslotte, in dit nummer ontbreekt de column van Bert Bakker uiteraard niet. Hij is van mening dat nieuwe wet- en regelgeving als reactie op een crisis vaak niet de oplossing is. Hij maakt zich er juist sterk voor om mensen te stimuleren zelf na te denken en hun verantwoordelijkheid te begrijpen en daarmee uiteraard te nemen.

De scriptiesamenvatting is afkomstig van Joep Munten. Zijn scriptie gaat over de gedragsrisico's in het besluitvormingsproces bij institutionele vastgoedbeleggers. Op basis van praktijkonderzoek middels een enquête, signaleert hij bij hen toegenomen aandacht voor cognitieve risico's en debiasing in hun beleggingsprocessen. Bewustwording hiervoor verbetert volgens hem de kwaliteit van de besluitvorming.

De boekbespreking is afkomstig van Fiona Voster. Zij geeft haar mening over het boek van Stephanie Kelton, 'De mythe van staatsschuld'. Zoals de titel van het boek al verklapt, een zeer actuele en relevante boekbespreking met de huidige noodsteun van overheden aan de zorg en aan bedrijven.

Rest ons niets anders dan u veel leesplezier te wensen,

Roy Hoevenaars

Mark Geene

Frederik Mannaerts

Research Challenge: Benelux Finals

The CFA Institute Research Challenge is an annual equity research competition among student teams from global universities' business and finance programs that tests the skills of students in terms of fundamental analysis and equity valuation. CFA Society VBA Netherlands introduced the Challenge to the Netherlands – and later to the Benelux – as a means to promote best practices in research among the next generation of analysts through hands-on mentoring and intensive training in company analysis and presentation skills.

The COVID-19 pandemic dramatically altered so many aspects of our lives and, to no surprise, CFA Research Challenge wasn't immune to its effects. Even before the event kicked off (virtually) in October with the introduction of our format and target company to the participating teams, there were unprecedented challenges faced by the participating universities. With the new student classes set to learn remotely, promoting the competition and recruiting teams proved to be difficult. As some universities weren't able to field a full roster, we did see a modest drop off in the number of participants from the Benelux region. Fortunately, largely due to the ground efforts by the CFA volunteers and universities' faculty members, the Challenge was still on!

This year's target company was the Netherlands based Alfen, one of the leaders in Smart Grid solutions and energy storage. The company selection wasn't just a nod to the growing popularity of Environmental, Social and Governance investing (although this indeed played a role given the ESG topic is weighted more heavily in the CFA Research Challenge scoring methodology). Alfen is also a fairly young company, competing in a rather nascent field with substantial potential growth opportunities but also significant uncertainties. Such companies tend to challenge not just the students but also seasoned analysts. But the teams were up to this challenge, with several reports earning very high marks from our volunteer graders.

The high quality of all the reports made the graders' job very challenging, but at the end there were three teams that clearly

separated itself from their peers. Two of the local finalists were the returnees from the previous year - ICHEC-Louvain School of Management and back-to-back local Challenge winner HEC Liège. The newcomer was Maastricht University, the first time this team made it into a local final in recent history. These three teams earned their place in the finals by producing top-ranked research reports based on factors such as analytical depth, investment recommendation substantiation, and writing style.

The local finals presented a new challenge, both to the student teams as well as to the organizers. As is always the case, student teams are asked to present their findings to a three-person jury, comprised of industry professionals, some closely familiar with the company being analyzed. This year's judges group was comprised of: Marc

Zwartsenburg (ING), Michael Field (Morningstar) and Ivo Luiten (NNIP). Unlike in the prior years, however, the entire local finals event was done virtually. As we have all experienced in our regular work environment, the "Zoomification" of the Local Final event definitely took away from the experience of students presenting in front of the live panel of seasoned judges located in the historic Euronext building, next to the trading floor. Despite this, the local finals turned out to be a thriller!

Once we determined the order of presentation via a lottery, teams had 10 minutes each to present and 10 minutes to answer judges' questions. Three rounds of impressive presentations followed. The jury members asked very challenging questions, but the teams were well-prepared and defended their analysis very well. After the three presentations the jury took time for



deliberation before it was time for the big announcement! While all three teams were impressive, the jury had a unanimous decision – Maastricht University delivered the best all-around presentation. However, as per the Challenge rules, the ultimate winner is determined by a combined presentation and report score, so the question was whether Maastricht's performance would be sufficient for the team to advance. To everyone's disbelief, for the first time in the event's history, we had a tie! Both Maastricht University and ICHEC-Louvain had ended up with the exact same score. Thus, the winner had to be determined by a tiebreaker, which is per the Challenge rules, is the presentation score. This gave the newcomer Maastricht University a win!

This year's winning team comprised of Federico Ciaraffoni, Alessio El Ghorayeb,

Symyion Promt, Binta Steinr ox and Gaspard Tafforeau and their faculty advisor Andrea Peric. Besides earning a cheque for one thousand euros and a full day presentation training course, Maastricht University will now represent the Benelux at the EMEA semi-finals, and hopefully will go onto the regional and global finals.

Organizing the research challenge is an enormous yet rewarding task that requires the contribution of a large number of volunteers ranging from the organizing team, to student-team mentors and research report graders. Given the ongoing success of the competition, we need more volunteers! If you would be interested in joining this team please make your interest known, either to myself or to the staffed office (info@cfavba.nl) so that we can continue to organize this exciting and career-launching learning experience for students!

The CFA Institute Research Challenge is an annual global competition that provides university students with hands-on mentoring and intensive training in financial analysis and professional ethics. To learn more, visit the CFA Institute website www.cfainstitute.org or the Students pages of www.cfavba.nl. We encourage you to join the team!

Alex Morozov

The Research Challenge Benelux is sponsored by:



AGENDA

12 april 2021

RBA program – Module: Balance Sheet Management



12 april 2021

Skill-based Monday
Healthy Conflict



10 mei 2021

Skill-based Monday
Emotions at Work



7 juni 2021

Skill-based Monday
Giving and Receiving Feedback



1 september 2021

Annual Dinner 2021 – Central Banks and Monetary Policy: Powering Growth or Losing Firepower?



6 september 2021

RBA program – Module: The future of selection, monitoring and evaluation





**CFA SOCIETY
VBA NETHERLANDS
CONGRATULATES
THE NEW CFA®
CHARTERHOLDERS
OF 2020!**



CFA Society VBA Netherlands salutes the remarkable professionals joining the ranks of CFA charterholders in 2020. They have worked in the financial industry for at least four years, and successfully completed the rigorous CFA Program. But their value isn't measured in experience and test results alone. It's reflected in their commitment to the highest standards of ethical conduct in the financial community.

Damien Boon, CFA
Stefan Botha, CFA
Jean-Paul van Brakel, CFA
Neil Campbell, CFA
Pieter Camphuis, CFA
Dimitrios Chasapopoulos, CFA
Ho Yan Chau, CFA
Sieuw Yun Chong, CFA
Alessio Crestani, CFA
Elise van Dam, CFA
Reineke Davidsz, CFA
Laurent Delvenne, CFA
Valeria Dinershteyn, CFA
Raoul Le Doux, CFA
Andre Edwards, CFA
Rimzan Faider, CFA
Antonio Ferri, CFA
Federico Forlini, CFA
Catherine Franckx, CFA

Nico Frowein, CFA
Matthijs Geertjes, CFA
Rolf Heidemans, CFA
Reinier den Hertog, CFA
Erik Hessing, CFA
Isabel de Heus, CFA
Zhong Zhi Hu, CFA
Ye Huang, CFA
Jaysen Hubert, CFA
Nick Huurman, CFA
Roxana Ignat, CFA
Francesco Iurato, CFA
Youry Janssen, CFA
Jan Jongsma, CFA
Niklas Kammer, CFA
Rick Kamphuis, CFA
Duncan Karregat, CFA
Robin Van Kleef, CFA
Jos Kwakkel, CFA

Marloes Lameijer, CFA
Philippe van Leeuwen, CFA
Mathijs Lindemulder, CFA
Marc Maathuis, CFA
Kaili Mao, CFA
Fabian Meijs, CFA
Janneke Meis, CFA
Wouter Moeijes, CFA
Jim van Nunen, CFA
Eric Ogan, CFA
Dimitrios Orfanakos, CFA
Tim Paas, CFA
Chariton Papatriantafyllou, CFA
Frank van der Ploeg, CFA
Nihar Raut, CFA
Krispijn te Riet, CFA
Rutger Roeling, CFA
Tom Rood, CFA
Arunkumar Sankaran, CFA

Bram van Santen, CFA
Jayden Schiff, CFA
Ewout Schoemakers, CFA
Marijn Settels, CFA
Joost Slabbekoorn, CFA
Lucas Snieders, CFA
Jasper Tintel, CFA
Natasha Unger, CFA
Aviral Utkarsh, CFA
Sjoerd Verhoogt, CFA
Ko Verstraten, CFA
Wessel Visschedijk, CFA
Philip van der Weijde, CFA
Diederik van de Wiel, CFA
Mark van der Wiel, CFA
Ying Xiong, CFA
Li Yin, CFA
Shendi Zhang, CFA
Lammert Zwaga, CFA



Check out our educational programs, such as the RBA Program, MiFID II and more.

For information, visit www.cfavba.nl



CFA®, CFA Institute® and Chartered Financial Analyst® are registered trademarks of CFA Institute in many countries around the world.

De *Annual Dinner Appetizer*: een voorafje dat naar meer smaakt

Toen de coronacrisis naar Nederland kwam in maart vorig jaar, moest CFA Society VBA Netherlands ook haar plannen voor het jaarlijkse *Annual Dinner* in 'quarantaine' zetten. Maar het voelde wat zuur om dit prachtige event simpelweg naar de toekomst te verplaatsen zonder iets aan te bieden als alternatief. Dus besloten we om online een kortere versie van het *Annual Dinner* als '*appetizer*' aan te bieden aan onze leden.

Inhoudelijk draaide dit online event rond, hoe kon het ook anders, de economische effecten van het coronavirus, zowel mondiaal als voor Nederland. Met dat laatste in het achterhoofd was de keuze voor sprekers als Sandra Phlippen (Chief Economist bij ABN Amro) en Olaf Sleijpen (directielid van De Nederlandsche Bank) dan ook niet verwonderlijk. Voor de internationale context konden we rekenen op niemand minder dan Campbell Harvey, een gerenommeerde econoom en professor aan Duke University in de VS.

Na een korte openingspeech van een van de bestuursleden van de vereniging Cees Harm van den Berg, trapte Sandra Phlippen af door de context te scheppen en zich af te vragen in hoeverre de economische effecten van het coronavirus tijdelijk of structureel zijn. Een van de structurele veranderingen die Sandra voorziet is meer samenwerking tussen monetair en fiscaal beleid. Ook legde ze uit dat de pandemie een driedubbele economische schok is, namelijk een lokale vraagschok, een aanbodschock en een mondiale vraagschok.

Campbell Harvey betoogde dat de coronacrisis meer lijkt op een natuurramp dan een financiële crisis. Hij vergeleek de coronacrisis met de Grote Financiële Crisis (GFC) van 2008/2009 en legde een aantal belangrijke verschillen uit. Zo raakt de coronacrisis vooral het MKB, terwijl de GFC vooral grote bedrijven raakte. Ook was de GFC een sluipende crisis, terwijl de coronacrisis snel en hard insloeg. Volgens Campbell Harvey zal het herstel ook snel gaan. Deels vanwege overheidsstimulus, deels vanwege '*opgekropte vraag*' en deels omdat er, in vergelijking met de GFC, minder onzekerheid

is over wanneer deze crisis zal eindigen. Campbell kaartte ook wat risico's aan zoals de hogere schuld waar veel bedrijven mee zullen zitten na de crisis, aandelenmarkten die zijn geprijsd alsof er niets is gebeurd en bijwerkingen van het fiscale en monetaire beleid om de crisis te bevechten (zoals het in stand houden van zombiebedrijven).

Olaf Sleijpen zoomde wat meer in op de situatie in Nederland. Hij zei dat de Nederlandse economie een harde klap heeft gehad, maar ook goed lijkt terug te veren. Ook sprak Olaf over drie grote uitdagingen voor Nederland: (i) voorkomen dat de coronacrisis omslaat in een financiële crisis, (ii) hoe gaan we om met de stijging van (overheids)schuld op mondiaal niveau en (iii) de economische impact van klimaatverandering. Wat het eerste betreft, legde Olaf uit dat de stress test van DNB erop wijst dat de Nederlandse bankensector best een tik aankan. Wel zou financiële instabiliteit op internationaal niveau om kunnen slaan naar onze bankensector. Wat de houdbaarheid

van de overheidsschuld betreft legde Olaf uit dat de schuld van de Nederlandse overheid, ondanks een grote stijging, voorlopig alsnog houdbaar is. Een belangrijke lange termijn en sluipend risico is klimaatverandering, en Olaf pleitte hier voor o.a. groene investeringen om dit tegen te gaan.

Ten slotte was er ook ruimte voor interactie. Na de presentaties volgde namelijk een Q&A sessie waarin alle drie de sprekers vragen vanuit het publiek beantwoordden.

Als iemand die al een paar jaar bij de *Annual Dinners* is geweest, voelde het wat surreëel om mensen op schermjes te zien, in plaats van aan tafel in een mooie zaal. Ik hoop dan ook dat het echte *Annual Dinner* dit jaar (gepland voor september) fysiek zal kunnen plaatsvinden. Al is het om de mensen weer fysiek te kunnen zien en spreken. Een troost is wel, de appetizer heeft zijn werk gedaan, want het smaakt zeker naar meer...

Raphie Hayat



Lifelong learning
ensures ongoing relevance

MiFID II

Stay Compliant Program

New program 2021
for institutional **investment advisors**
and institutional **information providers**



We proudly present our modules and valued teachers

Responsible Investment & Climate Risks

- Responsible Investment by Adrie Heinsbroek - Principal Responsible Investment, NN Investment Partners
- Climate Risks by Willemijn Verdegaaal - Co-Head Climate & ESG Solutions, Ortec Finance

Benchmark Regulation & EMIR

- Benchmark Regulation by Sjoerd Kampen - Director Risk Advisory, Deloitte
- EMIR by Mary-Ann Mardenborough - Advisor Risk Consulting, KPMG

Macroeconomics

- Macroeconomics by Luc Aben - Chief Economist, Van Lanschot

Risk Management

- Search for Yield by Cees-Harm van den Berg - Senior Strategist, APG Asset Management
- Tail Risks by Anisa Salomons - Business Strategy Manager, NN Investment Partners

Dutch Laws & Regulations

- Pension Agreement 2020 by Roel Mehlkopf - Pension Fund Advisor, Cardano
- Supervisory Themes DNB by Jacob Dankert - Strategy Advisor, DNB
- Supervisory Themes AFM by Frank 't Hart - Attorney at Law, Hart Advocaten N.V.

Integrity of Financial Markets

- Integrity of Financial Markets by Vandana Doekhie - Senior Client Account Manager, BNP Paribas Asset Management

If you would like to receive more information, please contact:
Anne-Marie Munnik • Executive Director • CFA Society VBA Netherlands
annemarie.munnik@cfavba.nl • +31 652 420 223



LET'S MEET!

The chair of the career committee **Yiyi Huang**

Ni hao, my name is Yiyi Huang. I was born and raised in the metropolitan of Shanghai, China. During my teenage years, my family and I immigrated to the Netherlands. Although I have been in the Netherlands for more than 20 years now, my Chinese heritage has always had influence on how I act and behave in the society. Two values have stayed close to my heart in particular; silence is gold and hard work will pay off. These two values had helped me through my first few years in the Netherlands and throughout my academic career. It was through my perseverance and hard work which allowed me to continue my education in the Netherlands without any delay.

However, it was when I started my first real job that I realised that these values, which helped me so much through my academic career, weren't enough for my professional career. Whereas at university hard work will translate into knowledge and eventually reflected in good grades, knowledge alone

Yiyi Huang



was not enough to convince my colleagues, and certainly not some of the clients. At work, I needed to deliver so much more than just a mathematical report. Instead, I needed to work on how to deliver a message, how to manage stakeholders and above all, how to communicate. But there were no textbook examples or solution to this problem. And therefore, I needed to find my solutions somewhere else.

My first experience with mentoring came very early in my career. My mentor would challenge me to think about what my abilities are and if the role which I was in would let me unfold my abilities and passion. These conversations had a tremendous impact on me as they challenged me to think outside my comfort zone. It was through these conversations which made me realise that I needed to work differently for me to make an impact on my work.

My second experience with mentoring came during my current role as portfolio strategist within NN Investment Partners. This role has been extremely rewarding and fulfilling to date. However, I was still confronted with my own insecurities when addressing certain topics with colleague or clients who are more senior to me. It is through the personal development programme within NN Investment partners which introduced me to my mentor. Together we would practice how to have these 'difficult' conversations. As the time went by, I needed less and less of these practice sessions and I became ok in handling these conversations. My mentor gave me comfort to face these challenges and helped me to proliferate in my current role.

I am lucky that the company I work for, offers a mentorship programme as part of the personal development programme. I have gained so much both professionally and personally from my conversations with my



With the launch of the mentorship program last year, the career committee is now looking for additional members to keep up with the growing demand of this program. Do you love to engage with our candidates and do you have an eye for the 'perfect match'? Join us in supporting our members in managing their careers.

mentors. I truly believe in the importance of developing one's soft skills in addition to one's analytical skills. By participating in a mentoring programme, I was able to practice and develop my soft skills in a trusted environment. As a result, when I was approached to re-initiate the mentorship program within the CFA Society VBA Netherlands, I did not have to think long before I said yes!

I strongly believe that every one of us has something unique that has been hidden underneath and we need to help each other to identify our own key strength. The CFA Society VBA Netherlands mentoring programme aims to support the professional development of our members with the help of other members. In addition, it is a unique opportunity to innovate and create strong informal relationships amongst members of different background. Now, almost one year since the re-start of the mentorship programme of CFA Society VBA Netherlands, my role as chair career committee has been extremely rewarding when talking to participants about their progress. And I hope to continue to expand these benefits to more members with you by my side. Join me for the career committee by sending you motivation to Yiyi.huang@CFAVBA.nl. Let us do this together!

Yiyi Huang

Het nieuwe Europese pensioenakkoord: het PEPP

Hans van Meerten

1. INLEIDING

In het nieuwe Nederlandse pensioenakkoord – gesloten door de sociale partners – wordt de weg naar individualisering voortgezet. De bedoeling is dat alle bestaande uitkeringsovereenkomsten worden omgezet naar premieovereenkomsten. In een premieovereenkomst staat premie vast, maar de uitkering is onzeker, en in een uitkeringsovereenkomst kan de premie fluctueren, maar de uitkering staat juridisch vast; niet economisch overigens. Deze overeenkomsten kennen hun eigen regels, bijvoorbeeld met betrekking tot toezicht, fiscale kaders en de wijze van pensioenopbouw. De nieuwe premieovereenkomst kent een nogal diffuus karakter, want er zitten nog steeds buffervereisten in de premieovereenkomst.

Door het nieuwe Nederlandse pensioenakkoord zouden we bijna vergeten dat er een andere mogelijk nog verdergaande ontwikkeling plaatsvindt. De Europese wetgever heeft namelijk een individuele pensioenregeling gecreëerd, te weten het

Pan Europese Pensioen Product (PEPP). Het PEPP staat in deze bijdrage centraal. Vooraf: waarom werd het PEPP nodig geacht? Kort gezegd is het antwoord: Europa vergrijsst in rap tempo. In 2060 zullen er voor iedere gepensioneerde gemiddeld twee mensen in werkende leeftijd zijn – tegenover vier vandaag. Dit zet – ondanks de hervormingen – de houdbaarheid van de Europese pensioenstelsels onder grote druk.

Volgens de Europese Commissie legt PEPP de basis voor een pan-Europese markt voor persoonlijke pensioenen doordat zij gestandaardiseerde regels vaststelt voor de belangrijkste productkenmerken, zoals transparantievereisten, advies, beleggingsregels, het recht om over te stappen, de soorten beleggingsopties en de soorten uitbetalingen.

In dit artikel wordt geschetst wat het PEPP is, op hoofdlijnen en gedetailleerd (paragraaf 2 en 5). Ook wordt aangeven hoe Nederland zijn voordeel ermee kan doen en wat dit zal betekenen voor het pensioenlandschap in Nederland en daarbuiten (paragraaf 3). Ook wordt kort ingegaan – voor een goed begrip van de materie – op de manier waarop EU financiële regelgeving tot stand komt (paragraaf 4). De conclusie en de afsluitende woorden volgen in paragraaf 6.

Prof. dr. mr. H. van Meerten

Hoogleraar Europees Pensioenrecht Universiteit Utrecht en advocaat/consultant



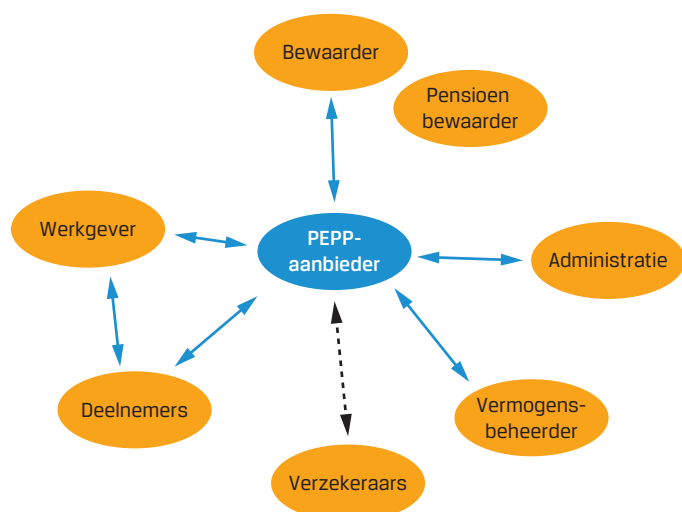
2. PEPP: HOOFDLIJNEN

ALGEMEEN

In 2017 publiceerde de Europese Commissie een voorstel voor een EU-verordening (een direct werkend en toepasbare EU wet) voor het PEPP. Begin april 2019 werd het PEPP door de EU-wetgever aangenomen en eind 2020 werd de technische onderliggende regelgeving openbaar. Het PEPP kan dus al eind dit jaar of anders volgend jaar aangeboden worden.

Het PEPP gaat de huidige regels op EU-niveau en nationaal niveau aanvullen door een pan-Europees kader voor pensioenen toe te voegen voor natuurlijke personen die deze extra pensioenspaaroptie willen gebruiken. Het PEPP creëert een label voor een Europees persoonlijk pensioenproduct, enigszins vergelijkbaar met het Nederlandse ‘banksparen’ of een lijfrente. Het is een vrijwillig pensioenspaarproduct dat consumenten (maar ook werknemers, zelfstandigen, DGA's) een nieuwe pan-Europese optie biedt om via beleggingen te sparen voor de oude dag, al dan niet met hulp van een werkgever. Het PEPP bevat, bijvoorbeeld, geen ondoorgroendelijke herverdelingsmechanismen. Daarmee kan een PEPP eenvoudig, transparant en goedkoop pensioenproduct worden.

Figuur 1



Maar hoewel PEPP een individueel pensioenproduct is, kan het wel degelijk collectief worden aangeboden, bijvoorbeeld door een werkgever.

Zoals hierboven gezegd, het PEPP is voor 99% in een EU Verordening geharmoniseerd en is daarmee een zogeheten 2e regime: een regime dat losstaat van de rechtsstelsels van de lidstaten van de EU. Moeilijkheden die zich bij grensoverschrijdende pensioeninstellingen (bijvoorbeeld tussen Nederland en België) voor kunnen komen, zoals conflicten tussen de rechtsstelsels en het sociaal en arbeidsrecht, zullen bij het PEPP nauwelijks of niet voorkomen.

Ook qua overdraagbaarheid van pensioenrechten en eigendomsrechten is het PEPP een welkome verbetering. De huidige conflicten tussen jong/oud over 'ons' pensioengeld ontstaan omdat hierover geen eenduidigheid bestaat.

EUROPA VERGRIJST IN RAP TEMPO. IN 2060 ZULLEN ER VOOR IEDERE GEPENSIONEERDE GEMIDDELD TWEE MENSEN IN WERKENDE LEEFTIJD ZIJN – TEGENOVER VIER VANDAAG

Deze elementen zullen overigens – naar verwachting – in het nieuwe Nederlandse pensioenakkoord niet verbeteren.

MEENEEMBAARHEIDSDIENST

PEPP-aanbieders verstrekken een zogeheten 'meeneembaarheidsdienst' aan PEPP-spaarders. De PEPP-aanbieder, kan namelijk verschillende nationale compartimenten aanbieden. Kapitaal dat de PEPP-spaarder heeft opgebouwd kan zo makkelijk naar een andere lidstaat worden verplaatst waarbij deze niet hoeft over te stappen naar een andere PEPP-aanbieder. Deze blijft immers dezelfde. Indien de PEPP-spaarder verhuist naar

een andere lidstaat waar de PEPP-aanbieder geen compartiment heeft, krijgt de PEPP-spaarder de mogelijkheid om kosteloos naar een andere PEPP-aanbieder over te stappen. Daarnaast heeft iedere PEPP-spaarder het recht op de pensioendatum te wisselen van aanbieder. Uiteraard kan de meeneembaarheidsdienst ook ingezet worden binnen één lidstaat, als een PEPP-spaarder van baan wisselt bijvoorbeeld. De nieuwe, zeg, Nederlandse werkgever kan in het Nederlandse compartiment premies blijven storten, indien gewenst.

OPBOUWFASE

Het PEPP heeft – net zoals de Nederlandse PPI destijds – alleen betrekking op de opbouwfase. De voorwaarden met betrekking tot de afbouwfase en de uitbetaling van de nationale subrekeningen worden vastgesteld door de lidstaten, tenzij in de PEPP Verordening anders is bepaald. Bij die voorwaarden op nationaal niveau kan het met name gaan om het vaststellen van de minimumleeftijd voor de aanvang van de afbouwfase, een maximumperiode vóór het bereiken van de pensioenleeftijd voor het toetreden tot een PEPP, alsmede om voorwaarden voor terugvordering vóór de minimumleeftijd voor de aanvang van de afbouwfase, met name in geval van bijzondere tegenspoed.

AANBIEDERS

PEPP-aanbieders kunnen de volgende entiteiten zijn:

- kredietinstellingen (banken);
- verzekeringsondernemingen;
- instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening (pensioeninstellingen);
- beleggingsondernemingen of beheersmaatschappijen;
- beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (abi-beheerders).

PEPP-aanbieders stellen aan PEPP-spaarders (individuen of een collectief individuen) een of meer van de volgende vormen van uitbetaling beschikbaar, wat mede afhankelijk zal zijn van de nationale fiscale behandeling:

- annuïteiten;
- vaste bedragen;
- onttrekkingen;
- combinaties van de bovenstaande vormen.

BASIS PEPP

Er bestaan twee soorten PEPP's: de basis PEPP en de non basis PEPP. Het oorspronkelijke Commissievoorstel van 2017 kende dit onderscheid niet. Een PEPP kan dus talloze vormen aannemen, van een Solvency II-PEPP met harde garanties, tot een UCITS/Tontine-PEPP. Met andere woorden, de PEPP-aanbieder heeft de keuze of het PEPP een garantie op het kapitaal biedt dan wel de vorm aanneemt van een risicolimiterings-techniek.

BELEGGINGSBELEID

De PEPP Verordening bevat diverse bepalingen ten aanzien van het beleggingsbeleid. PEPP-aanbieders mogen PEPP-spaarders tot zes beleggingsprofielen aanbieden. Deze beleggingsopties omvatten in ieder geval het basis PEPP en kunnen alternatieve

beleggingsopties omvatten. Alle beleggingsopties worden door PEPP-aanbieders ontworpen op basis van een garantie of risico-limiteringstechniek die afdoende bescherming bieden voor PEPP-spaarders. Aan het basis PEPP zitten strikte eisen, zo moet het bijvoorbeeld gebaseerd zijn op een 'life-cycle' beleggingsstrategie, of op een garantie. Het bieden van garanties is onderhevig aan het relevante sectorale recht dat toepasselijk is op de PEPP-aanbieder.

Kenmerkend voor het PEPP is dat het individueel pensioenproduct een expliciet pensioendoel heeft. De consument en de aanbieder kunnen het PEPP (grotendeels) zelf samenstellen. Er kan gekozen worden uit verschillende spaaropties die worden ontworpen met behulp van beleggingsbeschermingstechnieken die een hoog niveau van consumentenbescherming kunnen waarborgen.

Zoals gezegd, één van de opties van de basis PEPP is de standaard beleggingsoptie waarbij spaarders het gespaarde kapitaal 'gegarandeerd' verkrijgen. De zorgplicht ligt in alle gevallen bij de PEPP-aanbieder.

Om met dat laatste te beginnen, teneinde te zorgen voor optimale producttransparantie, dienen PEPP-aanbieders een zogeheten PEPP-essentiële-informatiedocument op te stellen voor de PEPP's die zij ontwikkelen voordat die PEPP's kunnen worden gedistribueerd aan PEPP-spaarders. PEPP-aanbieders zijn verantwoordelijk voor de nauwkeurigheid van het PEPP-essentiële-informatiedocument. Wanneer de PEPP-aanbieder alternatieve beleggingsopties aanbiedt, moet een algemeen essentiële-informatiedocument voor de alternatieve beleggingsopties worden verstrekt dat ook verwijzingen naar andere documenten kan bevatten, zoals voor het basis PEPP.

Voor wat betreft het eerste, voor het vormgeven van de kapitaalgarantie, bestaan verschillende technieken. Let op: dit is geen 'Solvency II' garantie (met een zekerheidsmaatstaf van 99,5%). In paragraaf 5 wordt nader op de details ingegaan. Vooreerst een woord over Nederland en het PEPP. Is de vrees van Nederland voor het PEPP wel terecht?

3. NEDERLAND EN HET PEPP

Nederland was de enige lidstaat die in Brussel tegen het PEPP stemde. Zelfs het Verenigd Koninkrijk was voor. Wat verklaart die negatieve houding van Nederland?

Eén van de belangrijke zorgen van Nederland is dat het PEPP de duidelijke scheiding tussen de tweede- en derde pensioenpijler mogelijk verstoort en dat daarmee de 'verplichtstelling' aan het bedrijfstakpensioenfonds in gevaar komt. PEPP is immers een persoonlijk product dat in Nederland in de derde pijler zou vallen en geen product dat in beginsel door de werkgever wordt aangeboden, zoals in de tweede pijler geschiedt. De verplichtstelling – kort gezegd – betekent dat een werknemer verplicht bij een Nederlands pensioenfonds is aangesloten. Deze verplichting – die een inbreuk op het mededingingsrecht is en mogelijk ook op andere EU-vrijheden – wordt door het HvJ EU als uitzon-

dering toegestaan zolang het pensioenfonds een 'solidaire' pensioenregeling uitvoert.

De vrees van Nederland is nu dat wanneer Nederlandse pensioenfonds een PEPP aanbieden deze 'sociale' doelstelling wordt doorkruist en mogelijk de verplichtstelling op het spel zet. Immers, een PEPP is een individueel product, waarbij gevraagd kan worden wat de 'solidariteit' van dit product is. In de oorspronkelijk tekst van het voorstel konden alle IORPs een PEPP aanbieden, maar door druk van met name Nederland is er voor een lidstaatoptie gekozen. Ieder land kan bepalen of 'hun' IORPs het PEPP kunnen aanbieden en Nederland kan dus bepalen dat pensioenfonds de PEPP niet kunnen aanbieden.

Hoewel er vanuit Europese wet- en regelgeving niet kan worden vastgesteld of het PEPP als een tweede- of derde pijler pensioenvoorziening kwalificeert, wordt het PEPP in Nederland als een exclusief derde pijler pensioenproduct beschouwd. Dat is onterecht. Een PEPP heeft zowel tweede- als derde pijler kenmerken, maar bovenal: het PEPP is een EU-recht product.

Echter, brengt het aanbieden van PEPP door Nederlandse IORPs de verplichtstelling überhaupt wel in gevaar? Voor de beantwoording van deze vraag dient onderscheiden te worden de 'pensioenfonds-IORP', die grotendeels onder de Pensioenwet (PW) valt en de 'PPI-IORP' die grotendeels onder de Wet op het Financieel Toezicht (Wft) valt. De IORP-richtlijn is grotendeels geïmplementeerd in de PW en in de Wft. Voor een 'pensioenfonds-IORP' ligt dit ingewikkeld. Ik verwijs naar de literatuurlijst.

ECHTER, BRENGT HET AANBIEDEN VAN PEPP DOOR NEDERLANDSE IORPS DE VERPLICHTSTELLING OVERHAUPT WEL IN GEVAAR?

Toch nog kort dit. Ik meen dat een PPI-IORP wel een PEPP kan aanbieden zonder dat dit tot een verstoring van de verplichtstelling aan een pensioenfonds leidt. Ten eerste de PPI is vrij duidelijk, geen pensioenfonds. Ten tweede, de PEPP-spaarder is een consument. De definities van 'PEPP-spaarder' en 'consument' lijken naadloos aan te sluiten op de definitie van de 'pensioendeelnemer' zoals beschreven in artikel 1:1 Wft. Met de introductie van de PPI in de Wft is namelijk dit nieuwe deelnemersbegrip geïntroduceerd. Deze pensioendeelnemer is een 'natuurlijk persoon die op grond van zijn beroeps werkzaamheden gerechtigd zal zijn pensioenuitkeringen te ontvangen overeenkomstig de bepalingen van een pensioenregeling.' Dit is een verruiming van het begrip pensioengerechtigde onder de PW, waarmee beoogd werd ook buitenlandse personen onder het begrip deelnemer in de zin van de IORP-richtlijn te brengen. Hoewel een PPI op grond van de PW alleen arbeidsgerelateerde tweede pijler regelingen mag aan-

bieden, lijkt de uitvoering van een PEPP door de PPI op grond van artikel 1:1 Wft goed mogelijk. Een PEPP kan immers ook arbeidsgerelateerd zijn.

De terughoudende, zelfs negatieve houding van Nederland over het PEPP is te betreuren. Het PEPP komt toch wel op de Nederlandse markt. Het EU-beginsel van vrij verkeer werkt immers twee kanten op. IORPs kunnen allerlei vormen en rechts-persoonlijkheid aannemen. Daarom is het goed mogelijk dat, bijvoorbeeld, een Luxemburgse PEPP aanbieder, voor Nederlandse consumenten een PEPP gaat uitvoeren. Het is zeer te betreuren dat een Nederlandse IORP straks geen PEPP mag aanbieden, maar een buitenlandse IORP wel, vooral omdat de Nederlandse pensioenfondsen over jarenlange ervaring en expertise beschikken.

Dat gezegd zijnde, voor een begrip van de details van de onderliggende PEPP Level 2 maatregelen, is het goed inzicht te verschaffen hoe EU financiële regelgeving tot stand komt.

4. LAMFALUSSY

Het PEPP is een bijzondere Verordening, ook wel aangeduid als een 2^e of 27^{ste} regime, omdat het bestaat naast en in aanvulling op nationale en Europese regels. Dat betekent i) dat het Verordening rechtstreeks geldt en dus in beginsel geen implementatie behoeft. Burgers en pensioenuitvoerders kunnen direct – dus zonder tussenkomst van nationaal recht – een beroep doen op de Verordening.

Toch is er bepaalde implementatie van de lagere EU-wetgeving in nationale wetgeving nodig. De zeer technische aspecten van het PEPP zullen, zoals de 1% ‘fee cap’- (indirect, via een ‘dynamische verwijzing naar de PEPP Verordening) een plaats moeten krijgen in met name de Wet Financieel Toezicht (zie hieronder).

Deze technische aspecten zijn reeds verder uitgewerkt in de EU-wetgeving; de PEPP Verordening heeft het karakter van wat tot voor kort werd aangeduid als de ‘Lamfalussy-structuur’, waarbij in vier stadia geharmoniseerde EU-regelgeving tot stand wordt gebracht.

De ‘Lamfalussy-structuur’ is in zekere zin gecodificeerd door de oprichting van de drie toezichthoudende agentschappen, de European Supervisory Authorities (European Banking Authority (EBA), European Securities and Markets Authority (ESMA) en voor het PEPP relevante European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)).

In het EU Verdrag (het VWEU) wordt een onderscheid tussen wetgevende handelingen en niet-wetgevende handelingen gemaakt. Onder andere is artikel 290 VWEU relevant omdat aan de Europese Commissie de bevoegdheid kan worden overgedragen niet-wetgevingshandelingen van algemene strekking vast te stellen ter aanvulling of wijziging van bepaalde niet-essentiële onderdelen van de wetgevingshandeling. Concreet betekent dat de PEPP Verordening de wetgevende handeling

zelf is, en dat de Europese Commissie onderdelen hiervan kan aanvullen of wijzigen.

In veel gevallen betekent het dat EIOPA de ontwerpversies schrijft van de gedelegeerde en de uitvoeringshandelingen op grond van artikelen 290 en 291 VWEU. De Europese Commissie bekrachtigt nadien formeel deze handelingen, wat ook wel ‘level 2.5’ wordt genoemd. Dit gebeurt in zogenoemde ‘comitologie’ – procedures. Deze wetgeving van de Europese Commissie is inmiddels verschenen.

De PEPP ‘Level 2 of 2.5’-regels zijn eveneens bindend voor de EU-lidstaten en brengen (uiteraard) verplichtingen met zich voor pensioenuitvoerders die het PEPP willen aanbieden. Zoals gezegd, die lagere regelgeving moet vaak wel worden omgezet in nationale regelgeving.

In Level 3 zijn de comités van nationale toezichthouders verantwoordelijk voor het adviseren van de Europese Commissie bij de goedkeuring van Level 1- en 2 regelgeving en voor het uitvaardigen van richtlijnen voor de uitvoering van de regels.

Level 4 betreft de rol van de Europese Commissie, als ‘hoedster van het EU recht’. Indien zij van mening is dat Europese regels niet juist worden toegepast door de lidstaten, kan de Europese Commissie een inbreukprocedure starten. Tegen Nederland is momenteel op pensioengebied een aantal inbreukprocedures opgestart vanwege, onder andere, fiscale eisen die in strijd zouden zijn met het vrij verkeer van kapitaal, ex artikel 63 VWEU.

5. PEPP: DETAILS VAN DE VERORDENING

Zoals gezegd, onder de PEPP Verordening bestaat een ‘basis’ PEPP en een niet ‘basis’ PEPP

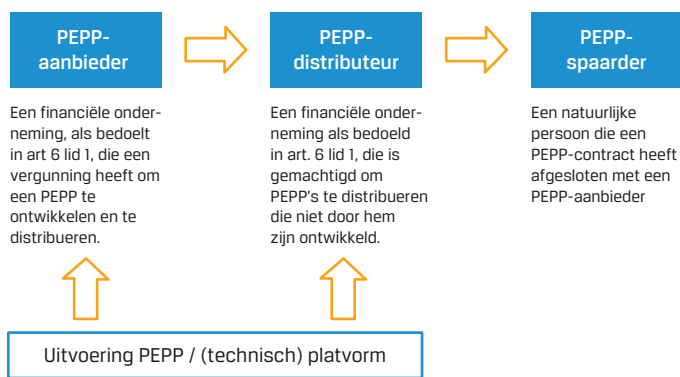
Het basis PEPP moet volgens de PEPP Verordening een veilig product zijn en dient als standaardbeleggingsoptie te fungeren. Het zou de vorm kunnen aannemen van ofwel i) een risicolimiteringstechniek en die de PEPP-spaarder in staat stelt het belegde kapitaal terug te halen, ofwel ii) een garantie op het geïnvesteerde kapitaal. Deze technieken gelden ook voor de niet ‘basis’ PEPP.

Een risicolimiteringstechniek kan een a) conservatieve beleggingsstrategie zijn of b) een lifecycle, waarbij het totale risico geleidelijk afneemt. Garanties die uit hoofde van de standaardbeleggingsoptie worden geboden moeten ten minste de bijdragen tijdens de opbouwfase na aftrek van alle vergoedingen en lasten dekken.

Garanties kunnen volledige of gedeeltelijke dekking van de inflatie bieden. Een garantie op het belegde kapitaal moet verschuldigd zijn aan het begin van de afbouwfase en, indien van toepassing, gedurende de afbouwfase.

De veelbesproken ‘1% fee cap’ is alleen van toepassing op de basis PEPP en bedraagt 1% van het opgebouwde kapitaal en omvat alle kosten, behalve de ‘garanties’, zoals blijkt uit de level 2 tekst.

Figuur 2



Artikel 46 PEPP Verordening bepaalt dat de toepasselijke risicolimiteringstechnieken onder andere bepalingen kunnen bevatten:

- voor de geleidelijke aanpassing van de beleggingsallocatie om de financiële risico's van beleggingen voor cohorten te limiteren in overeenstemming met de resterende looptijd (levenscyclusstrategie);
- voor het aanleggen van reserves van bijdragen of beleggingsresultaten, die op eerlijke en transparante wijze aan PEPP spaarders worden toegewezen, om beleggingsverliezen te limiteren; of
- om te voorzien in passende financiële garanties ter bescherming tegen beleggingsverliezen. Elke vijf jaar kan worden overgestapt naar een andere spaaroptie.

PEPP LEVEL 2

Eind 2020 vaardigde de Europese Commissie de bovengenoemde concept level 2 teksten uit. Zoals gezegd, de concept gedelegeerde verordening geeft nadere invulling aan een aantal technische details van de PEPP Verordening level 1.

- Hoofdstuk I stelt het vereiste voor informatiedocumenten in elektronisch formaat vast, met specifieke onlinekenmerken zoals gelaagde presentatie ("layering").
- Hoofdstuk II voert algemene vereisten in voor de presentatie en inhoud van het PEPP-Eid, met onder meer de onderdelen "Wat voor product is dit?", "Wat zijn de risico's en wat kan ik ervoor terugkrijgen?", "Wat zijn de kosten?" en de standaardopmaak.
- Hoofdstuk III legt de vereisten vast voor de evaluatie, herziening en verstrekking van het PEPP-Eid.
- Hoofdstuk IV legt de vereisten vast voor de presentatie van het PEPP-overzicht, zoals de standaardopmaak.
- Hoofdstuk V legt de vereisten vast voor de kosten en vergoedingen voor de basis PEPP's.
- Hoofdstuk VI bevat de vereisten voor risicolimiteringstechnieken, zoals doelstelling, lifecycle beleggen en de noodzaak om reserves te vormen, minimumrendementsgaranties en een holistische beoordeling van risico en rendementen.

Op hoofdstuk V en VI wil ik nader ingaan, omdat hier de grootste verandering met betrekking tot de beleggingen verwacht kunnen worden.

RISICOLIMITERINGSTECHNIEKEN

Bij het gebruik van de risicolimiteringstechnieken voor de beleggingsstrategie van het PEPP leggen PEPP-aanbieders een doelstelling vast die aansluit bij de specifieke pensioendoelstelling van de PEPP-spaarder of groep van PEPP-spaarders. De PEPP-aanbieder geeft de risicolimiteringstechniek zodanig vorm dat de doelstelling wordt behaald van het voorzien in een stabiel en toereikend toekomstig pensioeninkomen uit het PEPP, rekening houdende met de verwachte resterende duur van de individuele opbouwfase van de PEPP-spaarder of groep van PEPP-spaarders en de door de PEPP-spaarder gekozen afbouwoptie. Om die doelstelling waar te maken, wordt de risicolimiteringstechniek als volgt vormgegeven:

- a) er wordt voor gezorgd dat het verwachte verlies – omschreven als de 'shortfall' tussen de geprojecteerde som van de bijdragen en het geprojecteerde opgebouwde kapitaal aan het einde van de opbouwfase – niet meer dan 20% bedraagt in het stressscenario overeenstemmend met het vijfde percentiel van de distributie;
- b) er wordt ingezet op het overtreffen van het jaarlijkse inflatiepercentage met een waarschijnlijkheid van ten minste 80% over een opbouwfase van veertig jaar;
- c) er wordt rekening gehouden met de uitkomsten van stochastische modellering.

Voor het basis PEPP hanteert de PEPP-aanbieder, wanneer hij geen kapitaalgarantie biedt, een beleggingsstrategie die garandeert dat, rekening houdende met de uitkomsten van stochastische modellering, het kapitaal met een waarschijnlijkheid van ten minste 92,5% is terugverdiend bij het begin van de afbouwfase en tijdens de afbouwfase. Wanneer de resterende opbouwfase tien jaar of minder bedraagt bij het opnemen van het basis PEPP, mag een waarschijnlijkheid van ten minste 80% worden gehanteerd bij het toepassen van de beleggingsstrategie. Bij het vormgeven van een risicolimiteringstechniek voor een groep PEPP-spaarders, geeft de PEPP-aanbieder de risicolimiteringstechniek zodanig vorm dat een eerlijke en gelijke bescherming van elke individuele PEPP-spaarder binnen de groep is gegarandeerd, en bouwt hij negatieve prikkels in tegen opportunistisch handelen van individuele PEPP-spaarders binnen die groep. PEPP-aanbieders zorgen ervoor dat alle prestatieafhankelijke beloningen van personen die namens de PEPP-aanbieder handelen en de risicolimiteringstechnieken toepassen, aanzetten tot het behalen van de doelstelling van de risicolimiteringstechnieken.

BASIS PEPP EN KOSTEN

Het basis PEPP is volgens de Verordening een veilig product dat de standaardbeleggingsoptie vormt. Iedere aanbieder moet een basis PEPP aanbieden. Deze wordt ontworpen door PEPP-aanbieders op basis van een garantie op het kapitaal dat verschuldigd is bij aanvang van de afbouwfase en gedurende de afbouwfase, indien van toepassing, of een risicolimiteringstechniek die consistent is met de doelstelling om de PEPP-spaarder in staat te stellen het kapitaal te recupereren.

Artikel 45 van de Verordening stelt dat de door de aanbieder in rekening te brengen kosten en vergoedingen, niet meer dan 1% van het opgebouwde kapitaal bedragen. Dat lijkt weinig, maar veel met het PEPP vergelijkbare aanbieders, bijvoorbeeld 401k/IRA aanbieders, zitten zo rond de 0,7%. Ook potentiële PEPP-aanbieders zitten rond die marge, begreep ik.

Artikel 12 van de gedelegeerde Verordening stelt dat de in artikel 45 lid 2, van de bedoelde kosten en vergoedingen met betrekking tot het aan het einde van het betrokken jaar opgebouwde kapitaal van de spaarder in het basis PEPP alle daadwerkelijke gemaakte kosten en vergoedingen omvatten, die rechtstreeks op het niveau van de aanbieder of op het niveau van een uitbestede activiteit zijn gemaakt, daaronder begrepen aan het sparen in het basis PEPP en de distributie van het basis PEPP verbonden passende algemene kosten en vergoedingen. Die kosten en vergoedingen hebben met name betrekking op:

- a) administratieve kosten;
- b) beleggingskosten;
- c) distributiekosten.

Kosten en vergoedingen in verband met aanvullende elementen of kenmerken van het basis PEPP die niet vereist zijn volgens artikel 45 en alle in de PEPP Verordening beschreven aan overstapdiensten verbonden kosten en vergoedingen worden in beginsel niet meegeteld bij deze berekening.

PEPP-SPAARDERS KUNNEN KOSTELOOS TOEGANG KRIJGEN TOT HUN PERSOONLIJKE INFORMATIE DIE IN HET BEZIT IS VAN DE OVERDRAGENDE OF DE ONTVANGENDE PEPP-AANBIEDER

Inzake de overstapdienst, zoals gezegd een cruciaal onderdeel van het PEPP geldt het volgende. PEPP-spaarders kunnen kosteloos toegang krijgen tot hun persoonlijke informatie die in het bezit is van de overdragende of de ontvangende PEPP-aanbieder. De overdragende PEPP-aanbieder verstrekt de door de ontvangende PEPP-aanbieder gevraagde informatie zonder de PEPP-spaarder of de ontvangende PEPP-aanbieder kosten in rekening te brengen. De totale vergoedingen en kosten die de overdragende PEPP-aanbieder de PEPP-spaarder aanrekent voor het afsluiten van de bij hem aangehouden PEPP-rekening, zijn beperkt tot de daadwerkelijke administratieve kosten die door de PEPP-aanbieder zijn gemaakt en bedragen ten hoogste 0,5% van de aan de ontvangende PEPP-aanbieder over te dragen overeenkomstige bedragen of geldwaarde van de activa in natura. Voor deze vergoedingen en kosten mogen de lidstaten een lager percentage vaststellen. De overdragende PEPP-aanbieder brengt de ontvangende PEPP-aanbieder geen bijkomende vergoedingen of kosten in rekening. De ontvangende PEPP-aanbieder mag uitsluitend de daadwerke-

lijke administratieve kosten en transactiekosten van de overstapdienst in rekening brengen.

KOSTEN EN VERGOEDINGEN VOOR GARANTIES VAN HET BASIS PEPP

Indien het basis PEPP voorziet in een garantie voor het kapitaal dat mag worden verwacht bij het begin van de afbouwfase en tijdens de afbouwfase als bedoeld in artikel 45, lid 1, van de PEPP Verordening, worden de rechtstreeks aan die kapitaalgarantie verbonden kosten niet opgenomen in de in artikel 45, lid 2, van PEPP Verordening bedoelde kosten. De PEPP-aanbieder vermeldt de voor de kapitaalgarantie berekende kosten uitdrukkelijk en afzonderlijk in het onderdeel “Wat zijn de kosten?” in het PEPP-Eid en in het onderdeel “Hoe is mijn PEPP het voorbije jaar veranderd” in het PEPP-overzicht. In voorkomend geval is de PEPP-aanbieder in staat om, op verzoek van de bevoegde nationale autoriteit of de EIOPA, het bewijs te leveren dat de betrokken kosten rechtstreeks verband houden met de kapitaalgarantie.

LIFECYCLE BELEGGEN

Indien wordt gebruikgemaakt van een risicolimiteringstechniek die de toedeling van beleggingen aanpast om de financiële risico's van beleggingen te limiteren overeenkomstig de resterende looptijd, geeft de PEPP-aanbieder gemiddelde blootstellingen aan eigen- en vreemdvermogensinstrumenten, maar garandeert deze wel dat alle potentiële subportefeuilles die met de fasen van het lifecycle beleggen overeenstemmen. De PEPP-aanbieder geeft het lifecycle beleggen zodanig vorm dat de PEPP-spaarders die het verst van het verwachte einde van de opbouwfase afstaan, in een contractueel bepaalde mate beleggen in langetermijnbeleggingen die hogere beleggingsopbrengsten opleveren door hun specifieke hogere risico- en rendementskenmerken, zoals geringe liquiditeit en kenmerken van eigen vermogen. Voor de PEPP-spaarders die het dichtst bij het verwachte einde van de opbouwfase staan, zorgt de PEPP-aanbieder ervoor dat de beleggingen in hoofdzaak liquide en hoogkwalitatief zijn en vaste beleggingsopbrengsten hebben.

METHODE VOOR HET BEREKENEN VAN KOSTEN

In het PEPP-Eid presenteert de PEPP-aanbieder de totale jaarlijkse kosten, die alle kosten omvatten die zijn gemaakt en binnen twaalf maanden worden berekend, als bedrag en als percentage van het geprojecteerde na twaalf maanden opgebouwde kapitaal. Indien nodig kunnen deze bedragen worden berekend als de gemiddelde totale jaarlijkse kosten over de looptijd van de PEPP-overeenkomst. De berekening van het samengestelde effect van de kosten verloopt op basis van een opbouwperiode van veertig jaar, op basis van maandelijkse bijdragen van 100 EUR en van het geprojecteerde opgebouwde kapitaal in het scenario met de beste schatting.

In het PEPP-overzicht presenteert de PEPP-aanbieder het geschatte effect van kosten op de uiteindelijke PEPP-uitkeringen, gebruikmakend van de “welvaartverlies”-methode. Het “welvaartverlies” wordt berekend als het verschil tussen de

geprojecteerde opgebouwde spaartegoeden aan het einde van de opbouwperiode en de geprojecteerde opgebouwde spaartegoeden aan het einde van de opbouwperiode in een kostenvrij scenario. Het verschil wordt meegedeeld als bedrag en als percentage van de geprojecteerde opgebouwde spaartegoeden. De berekening is gebaseerd op het gepersonaliseerde bijdrageniveau van de individuele PEPP-spaarder en is gebaseerd op het scenario met de beste schatting van punt. Zoals eerder is aangegeven kan de PEPP-aanbieder op verzoek van de bevoegde nationale autoriteit of de EIOPA bewijs leveren over het rechtstreekse verband tussen de betrokken kosten en de kapitaalgarantie.

6. CONCLUSIE EN AFSLUITENDE WOORDEN

Dit artikel heeft geschetst wat het PEPP is en hoe de level 2 wetgeving zal luiden. Ook werd kort ingegaan op de negatieve positie van Nederland. Ik meen dat PEPP interessante kenmerken heeft. Eenvoudige waardeoverdrachten, gestandaardiseerde beleggingsopties en advisering en een persoonlijk pensioen account zonder ondoorgroondelijke herverdelingsmechanismen zijn daar de belangrijkste van. Het Nederlandse pensioenakkoord brengt op deze punten geen verbetering.

Een uitsluitend online PEPP-aanbieding, die de consument waar dan ook ter wereld zou kunnen afsluiten, is nabij. Sommige aanbieders zijn dit al aan het ontwikkelen. De verwachting is dat het PEPP 'op de markt' komt in 2022.

Indien het PEPP zich qua kosten zoals, bijvoorbeeld, de '401(K)' of de Nederlandse PPI (die een kostenverlaging van DC van wel 50% betekende) zal ontwikkelen, kan worden gesteld dat het PEPP op den duur voor de pensioenspaarder tot (aanzienlijke) verbetering zal leiden.

De verwachting is dat naarmate het PEPP ingeburgerd raakt het op langere termijn zal helpen de kapitaalmarktunie-doelstelling van de EU te verwezenlijken en het hoofd te bieden aan de problemen die de enorme vergrijzing binnen Europa teweegbrengen in de bestaande stelsels en de overheidsfinanciën van de lidstaten. Dit is topprioriteit van de EU. En dat biedt kansen voor Nederland die – nog steeds – een goed ontwikkelde pensioensector heeft. Laten we die voorsprong niet verliezen.

Literatuur

- Pensioenalert, 2020, nr. 8
- PEPP Verordeningen (2019/1238 en lagere regelgeving)
- EIOPA Verordening (2010/1094)
- J. van Zanden, H. Van Meerten, A. Minto, 'Picking up the gauntlet - Europe's answer to the 'pension problem': the PEPP', Open Review of Management, Banking and Finance, 2020, 10.
- K. Borg, A. Minto, H. van Meerten, 'The EU's regulatory commitment to a European harmonized pension product: The portability of pension rights vis-à-vis the free movement of capital', Journal of Financial Regulation, 2019 /5(2).
- H. van Meerten, A. Wouters, The PEPP Regulation (PEPPR): Pepper for the Capital Markets Union?, Zeitschrift für Versicherungsrecht, 2019, 5.
- H. van Meerten, A. Wouters, 'De PEPP - Verordening. Pensioenfondsen: Quo Vadis?', Nederlands Tijdschrift voor Europees Recht, 2019, 3-4.

Maak oogcontact!!

Ik rij sinds kort een Volvo van vier ton. Niet in euro's natuurlijk, of in kilo's. Nee, kilometers. Vorige eigenaren en ik hebben sinds 2002 de klok van dit werkpaard op 407 duizend gezet. Een V70 die indertijd de heroïsche aanduiding 'Ocean Race' toegevoegd kreeg. De Zweden wilden dat je hun merk met wedstrijdzeilers zou associëren, en als vanouds natuurlijk met voorspelbaarheid, degelijkheid en daardoor met veiligheid. Welnu, degelijkheid heeft de auto ruimschoots bewezen, maar over die veiligheid, moet ik het toch even hebben.

Ja, passieve veiligheid druipt van de auto af. Het is een tank. De dakspijlen, onderdeel van de kooiconstructie, lijken wel boomstammen. En daarmee kom ik bij mijn kanttekening: al die passieve veiligheid gaat zeer ten koste van de actieve. Ik ondervind dat dagelijks. Die 'boomstammen' namelijk hinderen het zicht naar buiten enorm. Ik rij veel in Amsterdam waar fietsers rijden als ware suïcylists. Ze kijken niet, vragen zich schijnbaar nooit af of jij hén kunt zien. Je uitzicht is dan alles. Die zogenaamde veiligheidskooi creëert een gevaar dat er eerst niet was.

Wat de Volvo-ingenieurs in hun bemoeizuchtige ijver verder verzonnen: rijden en koffie drinken tegelijkertijd moet niet kunnen. Dus werd het interieur zo gemaakt dat je als chauffeur nergens een kop warme koffie kunt neerzetten. De bovenkant van het dashboard loopt af. En in de middenconsole kun je geen beker plaatsen. Wat doe je dus: je zet je beker koffie op de vloer voor je stoel, onder je knieën. Wegzetten en weer oppakken betekent dus telkens een seconde geen zicht op de weg hebben. De Volvo-veiligheidsmaniakken laten mij schuimbekken van ergernis.

Mijn punt: ik zie evidente parallellen tussen het denken bij de ontwerpfdeling van Volvo indertijd, en dat bij overheden of andere autoriteiten die na elke incident nieuwe vormen van regulering invoeren en afdwingen. Klakkeloos wordt aangenomen dat mensen tegen zichzelf beschermd



moeten worden, en dat je ze geen eigen keuzes meer moet toevertrouwen. Zouden ze echt niet zien dat er een prijs wordt betaald voor het sturen van gedrag of van processen? Zien ze niet dat mensen regels gaan omzeilen? Of erger: stoppen met zelf nadenken 'omdat het geregeld is'? Zien ze niet dat ze een gat dichtten door een ander te graven? Ik denk aan het beleid van centrale banken in de jaren negentig dat erop gericht was markten te stabiliseren en te reguleren. De onzekerheden in de markt verminderden inderdaad en wereldwijd daalden de rentes. Gevolg: financieringen van vastgoed en overnames van ondernemingen werden opgetuigd met extreem

hoge leverage. Dat eindigde in de krach 2007/2008. Maar de les werd niet geleerd want om de economische gevolgen van die crisis te beheersen begonnen centrale banken met hun beruchte opkoopprogramma's. De rente is nu negatief, risicomijdende (kleine) spaarders betalen daarvoor de prijs, en asset-inflatie giert de pan uit. Niemand weet hoe lang dat nog goed kan gaan.

Neêrlands grootste voetballer, tevens onbedoeld orakel zei het treffend: 'Ellek foordeel hep...'
Hoe vaak pakte dat van bovenaf willen organiseren van veiligheid al niet desastreuus uit? In de jaren negentig moest de Nederlandse overheid snoeien in verzorgingsstaat. Veel te veel mensen waren gaan denken: 'waarom zou je werken, als er uitkeringen zijn? Steeds weer manifesteert zich het fenomeen van de 'moral hazard'.
Maar onlangs zag ik een zwaluw die wellicht op zomer wijst: een verkeersbord met daarop een tekst die precies uitdrukt wat ik bedoel: '*Bij oversteken: maak oogcontact!*' Dát is het. Daar gaat het om. Dus autoriteiten: hou op met mensen programmeren om te denken als robotten. Stimuleer ze zélf te denken en hun verantwoordelijkheid te begrijpen: oogcontact maken!

Bert Bakker

Freelance financieel-economisch journalist en publicist

Renteafdekking in het nieuwe pensioencontract

GEWENSTE BLOOTSTELLING EN INVULLING OP COLLECTIEF NIVEAU

Gosse Alserda, Jenze Sibma en Arjen Tebbenhof

Een van de onderdelen van het nieuwe pensioencontract is dat de blootstelling aan overrendement en renterisico moet worden vastgesteld per leeftijdscohort. In tegenstelling tot de huidige uitkeringsregelingen kan daardoor per leeftijdscohort onderscheid worden gemaakt in de hoeveelheid renteafdekking. Dit roept de vraag op wat de gewenste renteafdekking is voor elk leeftijdscohort en of dit ook uitvoerbaar is op collectief niveau.

INLEIDING

Deelnemers in het nieuwe pensioen contract (NPC)¹ gaan een persoonlijk voor de uitkering gereserveerd vermogen opbouwen op basis van een vooraf vastgestelde vlakke premie. In tegenstelling tot individuele premieregelingen wordt dit vermogen echter collectief belegd. Deelnemers krijgen op basis van hun leeftijd een gedeelte van het collectief beleggingsrendement toegedeeld dat bestaat uit twee onderdelen: het beschermingsrendement en het overrendement. Via het beschermingsrendement wordt over het kapitaal een risicovrije rente bijgeschreven. Daarnaast verzorgt het beschermingsrendement de renteafdekking en daarmee zorgt het voor stabilisatie van het (verwacht) pensioen bij veranderingen in de rente (zie kader). Het collectieve rendement dat resteert na uitkering van het beschermingsrendement wordt uitgekeerd via het overrendement. Van te voren moet voor elk leeftijdscohort² worden vastgesteld in hoeverre ze deelnemen in de renteafdekking en het overrendement: dit vormt een impliciete lifecycle. In dit artikel analyseren we de gewenste toedeling van de renteafdekking en

welke overwegingen hieraan ten grondslag liggen. We beginnen met het beschrijven van de factoren die relevant zijn voor de vaststelling van de renteafdekking, vervolgens kijken we met behulp van een scenario-analyse naar de impact van verschillende toedelingen naar renteafdekking op het pensioenresultaat (en het risico daarvan) en ten slotte kijken we naar de gevolgen van de individuele toedelingsfactoren voor de collectieve beleggingsportefeuille van een pensioenfonds.

NOMINAAL RISICO

De belangrijkste reden om renteafdekking in te richten is veelal het verlagen van het (nominaal) risico van pensioenuitkeringen. Hoewel er in het nieuwe pensioencontract niet meer uitgegaan wordt van pensioenaanspraken blijven de uitkeringen gevoelig voor de rente. Vanuit de beschikbare premie wordt een vermogen opgebouwd. Uit dit vermogen worden de uiteindelijke pensioenbetalingen gedaan, waarbij de hoogte van de uitkering afhankelijk is van de omvang van het vermogen, de levensverwachting en de DNB swapcurve – eventueel met een

Gosse Alserda (l), PhD, CFA, CAIA, Jenze Sibma (m), CFA en Arjen Tebbenhof (r), CFA
Allen Investment Strategist bij Aegon Asset Management



Vaststelling beschermingsrendement – twee methodes

In de concept wetteksten worden twee mogelijkheden gegeven om het beschermingsrendement te berekenen. De eerste methode is gebaseerd op de DNB-swapcurve. Vanuit deze curve wordt een (theoretische) renteaftdekking berekend die aan iedere deelnemer wordt uitgekeerd in lijn met de beoogde mate van renteaftdekking. Het beschermingsrendement komt daarmee neer op een perfecte aftdekking. Al het rendement dat over is – of te kort komt – na de toedeling van het beschermingsrendement wordt uitgekeerd als overrendement.

Bij de tweede methodiek is het beschermingsrendement gebaseerd op het rendement van een of meerdere feitelijke matchingportefeuilles. Hiermee is er een rechtstreekse koppeling tussen het feitelijke rendement van deze portefeuilles en het beschermingsrendement. Het overrendement bij deze methodiek is ook gebaseerd op een separate portefeuille.

Indien de matchingportefeuilles in deze tweede methodiek worden ingevuld met enkel kasgeld en renteswaps (waarbij de looptijden goed aansluiten bij die van de verwachte pensioenuitkeringen van de deelnemers) komen beide methodes sterk overeen. Dit is de uitgangssituatie die we in dit artikel nemen.

risico-op- of afslag. Bij een lagere rente worden pensioenuitkeringen duurder, waardoor het (verwacht) pensioen omlaag gaat. Via de renteaftdekking van het beschermingsrendement kan een duurder pensioen door een lagere rente worden gecompenseerd door een hoger vermogen. Hoewel een hogere renteaftdekking veelal leidt tot een lagere volatiliteit van het (verwacht) pensioen, neemt de volatiliteit van het opgebouwde vermogen juist toe.

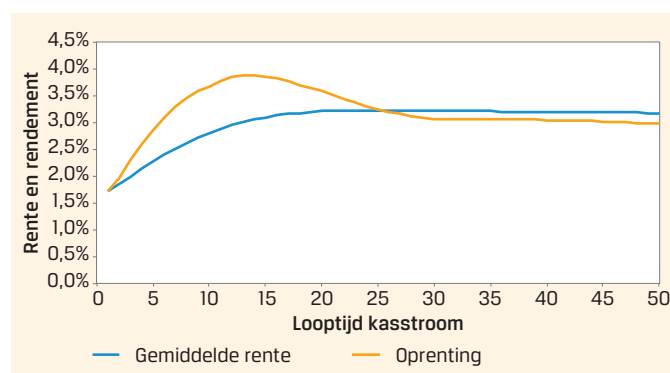
REËEL RISICO

Op dit moment is het beschermingsrendement puur nominaal ingericht. Echter, voor een deelnemer is vooral de koopkracht van het pensioen (het reëel pensioen) van belang. Omdat de nominale rente bestaat uit zowel de reële rente als de verwachte inflatie zorgt een volledige nominale renteaftdekking onder normale omstandigheden voor een rendement hoog genoeg voor een compensatie van verwachte inflatie. Het zorgt echter niet voor een zo laag mogelijke volatiliteit van het reële pensioen. De positieve samenhang van inflatie en nominale rente pleit voor een lagere nominale renteaftdekking. In theorie kan de reële volatiliteit verder worden verlaagd door te beleggen in bijvoorbeeld inflatiegerelateerde obligaties, maar dit kan – in ieder geval met de eerste methode van berekening (zie kader) – niet via het beschermingsrendement.

TERMIJNPREMIE EN CONVEXITEIT

De renteaftdekking voor het beschermingsrendement komt neer op het beleggen in obligaties of swaps met een lange looptijd. Zoals figuur 1 laat zien is de lange rente normaalgesproken hoger dan de korte rente – het verschil is de termijnpremie. Bij een gelijkblijvende rente wordt niet alleen geprofitteerd van veelal hogere coupons, maar ook van het feit dat toekomstige kasstromen naar voren komen en daardoor tegen een lagere rente worden gediscoteerd – de oprenting (of ‘carry’ en ‘roll-down’), dit is ook getoond in figuur 1. De termijnpremie is een beloning voor het hogere renterisico van langere looptijden: dit risico valt echter juist weg tegenover het renterisico van de pensioenuitkeringen. Daarnaast bevat de termijnpremie een beloning voor het accepteren van inflatierisico. De termijnpremie pleit voor een hogere renteaftdekking.

Figuur 1
Gemiddelde rente van januari 2000 tot januari 2021



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg

Daarnaast pleit ook convexiteit voor een hogere renteaftdekking. Door convexiteit neemt de waarde van obligaties / renteswaps meer toe bij een daling van de rente dan dat die daalt bij eenzelfde stijging van de rente. Daardoor is het gemiddelde rendement bij een verandering in de rente positief. Convexiteit neemt toe bij een langere looptijd, waardoor de impact van convexiteit van de renteaftdekking hoger is dan van dezelfde belegging in kasgeld.

RENTEVISIE

Een belangrijke reden om op een bepaald moment minder rente af te dekken is wanneer er door het pensioenfonds verwacht wordt dat de rente gaat stijgen ten opzichte van de door de rentecurve geïmpliceerde ontwikkeling van de rente, ofwel de *forwards*. Hierdoor wordt een negatieve bijdrage van het beschermingsrendement voorkomen. De historisch gezien zeer lage renteniveaus van dit moment kunnen een aanleiding zijn om een rentestijging te verwachten. Tegelijk zien we dat de rente al zeker twee decennia aan het dalen is, dus dit geeft zeker geen garantie dat de rente gaat stijgen. Omgekeerd pleit een verwachting dat de rente verder gaat dalen voor een hogere renteaftdekking.

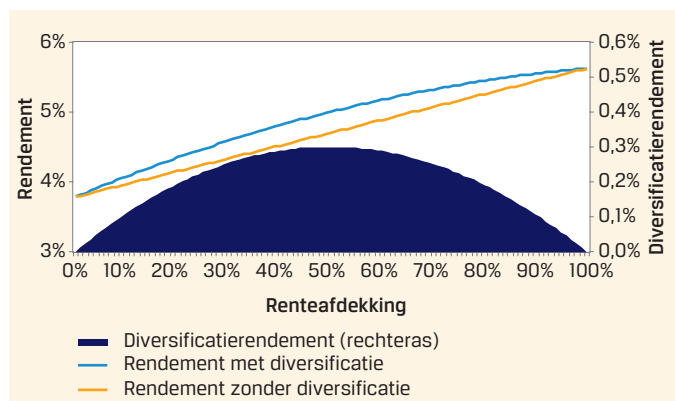
DIVERSIFICATIE

Door de combinatie van het beschermingsrendement en het overrendement treden er mogelijk diversificatievoordelen op. Voor zover de rente ‘mean-reverting’³ is, zorgt herbalancering voor een hoger verwacht rendement. Anders dan bij een uitkeringsregeling waar verplichtingen vaststaan, moet de renteafdekking worden bijgestuurd na rentebewegingen. Als de rente stijgt neemt de renteafdekking in waarde af en zal moeten worden bijgekocht om weer op het oude gewicht te komen. Als de rente vervolgens weer terugkomt naar het oude niveau, neemt de waarde toe en – door het bijkopen van de renteafdekking – zelfs tot boven het oude niveau. Hetzelfde gebeurt als de rente eerst daalt en dan weer stijgt. Er is geen sprake van diversificatie als de renteafdekking gelijk is aan 0% of 100%, in deze gevallen is er geen sprake van herbalancering en dus ook niet van diversificatierendement. Een samenhang tussen aandelenrendementen⁴ en de renteontwikkeling zorgt mogelijk voor extra diversificatievoordelen.

ZONDER EXPLICIETE RENTEVISIE IS OOK VOOR JONGEREN EEN HOGE MATE VAN RENTEAFDEKKING GEWENST IN HET NIEUWE PENSIOENCONTRACT

In figuur 2 tonen we de impact van diversificatie via het beschermingsrendement voor scenario’s waarbij de rente gemiddeld gelijk blijft. Te zien valt dat het gemiddelde rendement stijgt bij een hogere blootstelling aan het beschermingsrendement als gevolg van de termijnpremie en convexiteit. Echter, vanaf 50% blootstelling wordt de bijdrage steeds kleiner. Dit is het gevolg van het diversificatievoordeel, dat afneemt richting 100%. Bij zowel 0% als 100% is het diversificatierendement nul. Bij 50% is het diversificatierendement het hoogst (0,30% bij deze aannames). Diversificatie pleit dus voor een renteafdekking richting de 50%.

Figuur 2
Impact diversificatie
Gemiddelde rendementen (geometrisch) met en zonder diversificatie tussen leeftijden 25 en 68. Op basis van haalbaarheidstoets set (Q1 2021) zonder rentetrend. Overig rendement lifecycle betreft aandelen (gewicht van 150% naar 35%) en restant kas (tot 100%)



LEENRESTRICTIE EN HEFBOOM

Hoewel binnen het NPC de leenrestrictie vervalt op individueel niveau (een deelnemer kan een blootstelling aan overrendement hebben van meer dan 100% van zijn kapitaal), zijn er nog wel grenzen aan de hefboom binnen de totale portefeuille. Vooral wanneer jongeren – naast een grote allocatie naar overrendement – ook een grote allocatie willen naar het beschermingsrendement, kan dit problemen veroorzaken op totaalniveau. De pensioenuitkeringen van jongeren hebben dankzij de lange tijd tot pensioen een zeer hoge duratie. Als dit afgedekt dient te worden zijn hiervoor dus ook lange renteswaps nodig, met een grote hefboom. Het onderpand – veelal kasgeld – dat hiervoor nodig is moet wel aanwezig zijn. Aangezien voor jongeren veelal een hoge blootstelling naar overrendement gewenst is, komt hier niet voldoende beschikbaarheid van kasgeld vandaan. Ouderen hebben veelal een lagere blootstelling aan overrendement en een lagere looptijd voor het beschermingsrendement: hier is dus mogelijk een overtollige allocatie aan kasgeld, maar of dit voldoende is op totaalniveau hangt sterk af van de gekozen blootstellingen en opbouw van de populatie.

Verder zorgt een hoge blootstelling van jongeren aan zowel het overrendement als renteafdekking (met hoge looptijd) voor een grotere kans op een negatief kapitaal, waarvoor eventueel de solvabiliteitsreserve een uitkomst kan bieden. In de praktijk gaan (sterk) dalende aandelenrendementen vaak gepaard met een dalende rente,⁵ zodat het elkaar ook juist op kan heffen. Tabel 1 vat de invloed samen van de verschillende factoren op de gewenste renteafdekking.

Tabel 1
Samenvatting invloed factoren op gewenste renteafdekking

Factor	Optimale (nominale) renteafdekking voor minimaal risico / maximaal verwacht rendement
Nominaal risico	Hoge renteafdekking (100%)
Reëel risico	100% reëel = minder dan 100% nominaal
Termijnpremie	Hoge renteafdekking
Convexiteit	Hoge renteafdekking
Rentevisie	Afhankelijk van visie
Diversificatie	Gedeeltelijke rentafdekking (50%)
Leenrestrictie en hefboom	Restrictie op maximale afdekking

SCENARIO-ANALYSE

Om de gewenste renteafdekking kwantitatief te kunnen analyseren, op een manier waarbij alle genoemde factoren worden meegenomen, maken we gebruik van de drie maatmensen weergegeven in tabel 2 en 2.000 economische scenario’s. Het overrendement wordt toegedeeld in lijn met een lifecycle, waarbij de blootstelling van 150% op 20-jarige leeftijd afbouwt tot 35% op 71-jarige leeftijd, in lijn met de aannames van het Centraal Planbureau (2020). Verder nemen we – in lijn met het pensioenakkoord – een vlakke premie aan van in dit geval 20% van de pensioengrondslag en salarisgroei op basis van looninflatie en carrièregroei.

Tabel 2
Maatmensen gebruikt in de analyse

Startleeftijd	Startinkomen	Startkapitaal
25	€25.000	€ 0
45	€40.000	€ 105.000
60	€44.000	€ 226.000

De economische scenario's zijn gebaseerd op de scenario's van de haalbaarheidstoets (Q1 2021), zoals die door De Nederlandsche Bank⁶ worden gepubliceerd en die gebaseerd zijn op het model van Koijen, Nijman en Werker (2010). De scenario's worden gekenmerkt door een rekenkundige aandelenrisicopremie van 6,5% en een 10-jaars rente die start op -0,4% en die over tijd tendeert naar een evenwichtsniveau van 1,1%. De gemiddeld stijgende rente is een belangrijke eigenschap van deze scenario'set en één die de gewenste mate van renteafdekking beïnvloedt. Zodoende gebruiken we ook een alternatieve scenario'set, waarbij de rente gemiddeld genomen gelijk blijft.⁷

RESULTATEN VASTE RENTEAFDEKKING

Allereerst kijken we naar de impact van verschillende niveaus van vaste renteafdekking op het pensioenresultaat.⁸ We focussen hier op het verwachte (mediane) uitkomst en het slecht weer scenario (5% percentiel). In figuur 3 zijn de resultaten getoond voor de drie maatmensen waarbij het pensioenresultaat – gecorrigeerd voor inflatie – is geschaald naar de mediane uitkomst bij 0% renteafdekking.

De resultaten zijn sterk afhankelijk van de beleggingshorizon van de maatmensen. Jongeren (maatmens 25 jaar) hebben baat bij een volledige renteafdekking, ondanks dat de rente op de korte termijn gemiddeld stijgt. De termijnpremie en convexiteit zorgen voor een gemiddeld hoger pensioen bij een hogere afdekking en die maken de impact van de stijgende rente dus meer dan goed. Ook het risico – gemeten via de slecht weer uitkomst (5% percentiel) – is lager bij een hogere afdekking. Een vergelijkbaar beeld zien we voor deelnemers van middelbare leeftijd (maatmens 45 jaar), hoewel het effect op zowel risico als verwacht pensioen minder uitgesproken is.

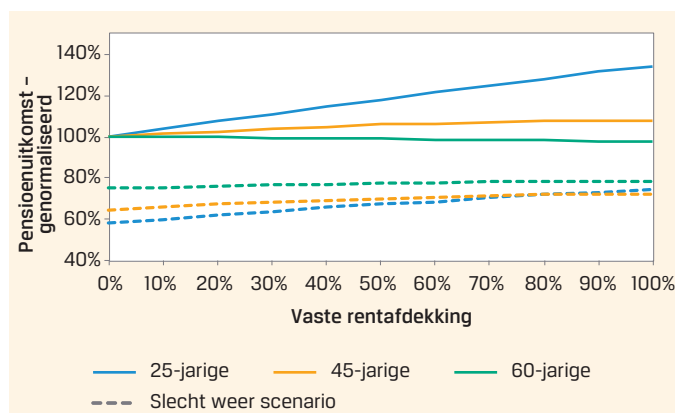
Voor deelnemers dicht bij pensioen zien we een ander beeld (maatmens 60 jaar). De gemiddelde stijging van de rente domineert de overige rendementsbronnen, waardoor een hogere afdekking leidt tot een lager verwacht rendement. In termen van risico is een hogere afdekking echter wel gewenst, waarbij het risico het laagst is voor 90% afdekking. Hier komt onder andere de samenloop tussen de nominale rente en de inflatie naar voren. Voor ouderen is de gewenste renteafdekking daarom afhankelijk van de risicohouding. Indien deelnemers risicoavers zijn, zullen ze veel renterisico willen afdekken en omgekeerd.

Ondanks dat voor jonge en deelnemers van middelbare leeftijd geldt dat een hogere vaste renteafdekking optimaal is over de hele opbouw, wil dat niet zeggen dat dat ook het geval is op de korte termijn. Op de korte termijn zal – net als voor ouderen –

de negatieve impact van een gemiddeld stijgende rente het effect van onder andere de termijnpremie overheersen. Met een vaste renteafdekking kan hier niet op ingespeeld worden: daarom kijken we later ook naar lifecycles voor de renteafdekking.

Figuur 3

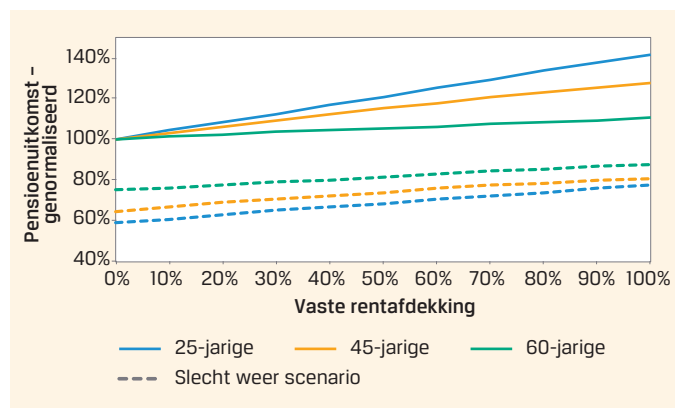
Pensioenresultaat – stijgende rente
Pensioenuitkomst voor verschillende maatmensen met verschillende niveaus van vaste rente afdekking op basis van de haalbaarheidstoets scenario'set. Onderbroken lijnen geven het slecht weer scenario (5% percentiel) weer. De resultaten zijn geschaald naar de mediane pensioenuitkomst bij het ontbreken van een renteafdekking (0%).



Bovenstaande resultaten worden gedreven door de aanname (rentevisie) in de scenario'set dat de rente tendeert naar het evenwichtsniveau (van 1,1%). Indien een pensioenfonds ervoor kiest om geen expliciete rentevisie te hanteren, geeft dit daarom geen goed beeld en gaat de voorkeur uit naar een scenario'set waarbij de rentetermijnstructuur gemiddeld genomen constant blijft.⁹ In figuur 4 worden dezelfde resultaten getoond voor de scenario'set zonder rentetrend. Hier komt duidelijk naar voren dat een hogere renteafdekking gewenst is voor alle deelnemers, zowel vanuit de verwachte (mediane) pensioenuitkomst als het slecht weer scenario. Bij het ontbreken van een rentevisie is dus een hoge renteafdekking hoe dan ook gewenst, zo lang dit niet leidt tot praktische problemen in de collectieve beleggingsportefeuille.

Figuur 4

Pensioenresultaat – geen rentevisie
Pensioenuitkomst voor verschillende maatmensen met verschillende niveaus van vaste rente afdekking op basis van de haalbaarheidstoets scenario'set zonder rentetrend. Onderbroken lijnen geven het slecht weer scenario (5% percentiel) weer. De resultaten zijn geschaald naar de mediane pensioenuitkomst bij het ontbreken van een renteafdekking (0%).



LIFECYCLE RENTEAFDEKKING

Hoewel een hoge renteafdekking in veel gevallen gewenst is kan het in sommige gevallen gewenst of noodzakelijk zijn om de renteafdekking voor sommige leeftijdscohorten lager vast te stellen. Dit is het geval als wordt verwacht dat de rente gaat stijgen of wanneer de collectieve beleggingsportefeuille grenzen stelt voor de totale renteafdekking.

RENTEAFDEKKING IS RUIM VIJF KEER WAARDEVOLLER OP OUDE LEEFTIJD DAN OP JONGE LEEFTIJD

Om dit te analyseren hebben we het pensioenresultaat gesimuleerd voor 2.000 verschillende scenario's over een groot aantal verschillende lifecycles voor de renteafdekking. Hierbij variëren we de start renteafdekking (op 25-jarige leeftijd) en de eind renteafdekking (op 71-jarige leeftijd). Hiertussen verandert de renteafdekking lineair. Vervolgens drukken we het gemiddelde pensioenresultaat – inclusief AOW, gewogen naar overlevingskans en gecorrigeerd voor inflatie – uit in termen van welvaart met behulp van een nutfunctie en een nuts-coëfficiënt (relatieve risicobereidheid) van 2,5¹⁰ en berekenen we het welvaartsverlies in vergelijking met de optimale uitkomst (vaste afdekking van 100% met een gelijkblijvende rente) met behulp van een zekerheidsequivalent.

De resultaten hiervan zijn getoond in tabel 3. Hierin komt duidelijk naar voren dat renteafdekking waardevoller is aan het einde van het werkzame leven dan aan de start daarvan. Wanneer de renteafdekking op 0% eindigt tijdens pensionering, dan is er een welvaartsverlies van circa 18,7% ten opzichte van de basisvariant (altijd 100% afdekken). Wanneer wordt gestart zonder renteafdekking maar geëindigd wordt met 100% afdekking, is er slechts een welvaartsverlies van circa 3,3%. Indien het collectieve beleid dus restricties plaatst op de individuele toedelingsfactoren, dan lijkt het logisch om de rente-

afdekking aan het begin van de impliciete lifecycle te verlagen in plaats van aan het einde.

COLLECTIEVE BELEGGINGSPORTEFEUILLE

Hoewel binnen het nieuwe pensioencontract op individueel (leeftijdscohort) niveau de leenrestrictie vervalt, zijn er wel grenzen aan het beleggingsbeleid op collectief niveau. Zo geldt de leenrestrictie nog wel op collectief niveau en hoewel renteafdekking via renteswaps niet wordt gezien als beleggen met geleend geld, zorgt het wel voor een hefboom in de portefeuille waarvoor voldoende onderpand aanwezig moet zijn. Zodoende kan het collectieve beleggingsbeleid een restrictie vormen voor de individuele toedelingsfactoren (impliciete lifecycle), waaronder die van de renteafdekking.

TOEDELINGSFACTOREN VOOR DE RENTEAFDEKKING WORDEN IN DE PRAKTIJK NAUWELIJKS BEPERKT DOOR DE COLLECTIEVE BELEGGINGSPORTEFEUILLE

Om dit te analyseren gebruiken we de populatie van een jong, gemiddeld en oud pensioenfonds met duraties van de pensioenbetalingen van respectievelijk 30, 20 en 15 jaar. Verder hanteren we dezelfde lifecycle voor aandelen (gewicht van 150% dat afneemt tot 35%)¹¹ en een vaste renteafdekking van 100%, wat overeenkomt met de optimale situatie bij het ontbreken van een rentevisie en tevens het meeste vraagt van het benodigd onderpand. Het benodigd onderpand (initial margin) stellen we gelijk aan 50 keer de rentegevoeligheid (PV01)¹² van de renteswaps. De resultaten in tabel 4 tonen dat met deze toedelingsfactoren in principe voor alle drie de fondsen voldaan kan worden aan de initiële onderpand verplichtingen, alhoewel de buffer voor het jonge fonds zeer krap is. Voor het gemiddelde en oude pensioenfonds is er voldoende kasgeld aanwezig om aan het initiële onderpand te voldoen en lijken de toedelingsfactoren haalbaar.

Tabel 3
Welvaartsverlies
lifecycles renteafdekking (scenario-set met rentetrend)

		Eind renteafdekking										
		0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Start renteafdekking	0%	-24.4%	-22.4%	-20.4%	-18.3%	-16.2%	-14.1%	-12.0%	-9.8%	-7.7%	-5.5%	-3.3%
	10%	-23.7%	-21.7%	-19.7%	-17.6%	-15.6%	-13.5%	-11.3%	-9.2%	-7.1%	-5.0%	-2.8%
	20%	-23.1%	-21.1%	-19.0%	-17.0%	-14.9%	-12.9%	-10.8%	-8.7%	-6.6%	-4.4%	-2.3%
	30%	-22.4%	-20.4%	-18.4%	-16.4%	-14.3%	-12.3%	-10.2%	-8.1%	-6.1%	-4.0%	-1.9%
	40%	-21.8%	-19.8%	-17.8%	-15.8%	-13.8%	-11.7%	-9.7%	-7.6%	-5.6%	-3.5%	-1.5%
	50%	-21.2%	-19.3%	-17.3%	-15.3%	-13.3%	-11.2%	-9.2%	-7.2%	-5.2%	-3.1%	-1.1%
	60%	-20.7%	-18.7%	-16.7%	-14.8%	-12.8%	-10.8%	-8.8%	-6.8%	-4.8%	-2.8%	-0.8%
	70%	-20.1%	-18.2%	-16.2%	-14.3%	-12.3%	-10.3%	-8.4%	-6.4%	-4.4%	-2.5%	-0.6%
	80%	-19.6%	-17.7%	-15.8%	-13.8%	-11.9%	-9.9%	-8.0%	-6.1%	-4.1%	-2.2%	-0.3%
	90%	-19.2%	-17.3%	-15.3%	-13.4%	-11.5%	-9.6%	-7.7%	-5.8%	-3.9%	-2.0%	-0.1%
	100%	-18.7%	-16.8%	-14.9%	-13.0%	-11.1%	-9.3%	-7.4%	-5.5%	-3.7%	-1.8%	0.0%

Tabel 4
Initiële verdeling collectieve portefeuilles

	Jong	Gemiddeld	Oud
Aandelen	84.9%	61.7%	51.2%
Fysiek kasgeld	15.1%	38.3%	48.8%
Initial margin	14.8%	9.8%	7.5%
Buffer	0.3%	28.5%	41.3%

Naast het initiële onderpand is het ook van belang dat er voldoende kasgeld is om bij te sturen als de rente verandert. Hierbij is vooral een stijging van de rente belangrijk, omdat bij een positie in receiver swaps een daling van de rente leidt tot het ontvangen van onderpand. Daarom strestesten we de collectieve portefeuille ook met een ogenblikkelijke rentestijging van 1,0 procentpunt. Door de rentestijging neemt de waarde van de renteswaps af, waardoor extra onderpand gestort moet worden. Bovendien moet nog steeds ook de initial margin – die door de waardedaling wel lager is geworden – aanwezig zijn. Zoals in tabel 5 is te zien zorgt dit voor het jonge fonds voor een situatie waarbij te weinig kasgeld beschikbaar is om aan onderpand verplichtingen te voldoen. Voor de overige twee fondsen is ook na de schok voldoende kasgeld aanwezig.

Door de waardedaling van het vermogen moet ook het gewicht van de overrendementsportefeuille – die nu overwogen is – worden bijgestuurd. Door de verkoop van zakelijke waarden komt er extra kasgeld beschikbaar dat gebruikt kan worden voor de onderpand verplichtingen. Na herbalancering kan daardoor ook het jonge fonds aan de onderpand verplichtingen voldoen, maar dit zal normaal gesproken te laat zijn en is tevens afhankelijk van de liquiditeit van de zakelijke waarden.

Tabel 5
Collectieve portefeuilles na rentestijging van 1,0 procentpunt

	Jong	Gemiddeld	Oud
Fysiek kasgeld	15.1%	38.3%	48.8%
Waardeverlies swaps	-24.9%	-17.2%	-13.5%
Initial margin	10.6%	7.6%	6.1%
Fysiek kas na schok	-20.4%	13.5%	29.3%
Verkoop zakelijke waarden	22.7%	12.0%	7.9%
Na herbalancering	2,2%	25,4%	37,2%

Bovenstaande gaat uit van een ogenblikkelijke schok. In de praktijk zullen renteschokken zich geleidelijker voordoen, waardoor er meer ruimte is om kasgeld vrij te maken door – in dit geval – zakelijke waarden te verkopen. Op basis van onze aannames lijkt er geen harde restrictie te zijn vanuit het collectieve beleggingsbeleid voor de individuele toedelingsfactoren voor de meeste pensioenfondsen. Dit kan echter anders zijn in het geval van zeer jonge fondsen of fondsen met een zeer hoge toedeling naar zakelijke waarden. Dit betekent dat voor de meeste pensioenfondsen de gewenste toedeling van renteafdekking vooral afhankelijk is van de rentevisie van het fonds.

CONCLUSIE

In dit artikel kijken we naar de gewenste toedeling en invulling van de renteafdekking in het nieuwe pensioencontract. Zoals we hebben laten zien hangt de gewenste renteafdekking af van een groot aantal verschillende elementen, maar blijkt vooral een eventuele rentevisie van belang. Bij het ontbreken van een rentevisie lijkt een hoge mate van renteafdekking wenselijk en mogelijk. Indien er de verwachting is dat de rente gaat stijgen, hangt de gewenste renteafdekking af van de risicohouding van de deelnemers. Pensioenfondsen die richting het nieuwe pensioencontract willen bewegen, doen er daarom goed aan om tijdig de beleggingsovertuiging(en) met betrekking tot de rente te evalueren, omdat dit een essentieel startpunt blijft voor het beleggingsbeleid.

Literatuur

- Alserda, G.A.G., 2019, Measuring latent risk preferences: minimizing measurement biases, *Journal of Risk*, vol. 21 nr. 5: 83-103.
- Centraal Planbureau, 2020, Het doorontwikkelde contract: beschrijving van varianten, opties en resultaten, CBP Achtergronddocument. Rapport op <https://www.cpb.nl/nieuwe-pensioenregels#docid-160251>.
- Kojien, R.S., T.E. Nijman en B.J. Werker, 2010, When can life cycle investors benefit from time-varying bond risk premia? *The Review of Financial Studies*, vol. 23 nr. 2: 741-780.
- Schon, C., 2019, The stock-bond correlation: where to from here? *VBA Journaal* vol. 138 nr. 5: 13-18

Noten

- 1 De regering zal nog een definitieve naam voor dit nieuwe type pensioenovereenkomst bepalen.
- 2 In dit artikel gaan we ervan uit dat per geboortecohort een leeftijdscohort wordt ingericht. In de praktijk kan er ook gekozen worden om minder leeftijdscohorten in te richten.
- 3 In vrijwel alle modellen die rente beschrijven zit een zekere mate van mean-reversion, oftewel neiging van de rente om naar een bepaald evenwichtsniveau te tenderen. Zonder mean-reversion zal de rente zich in veel scenario's over tijd ontwikkelen naar zeer negatieve of zeer hoge rentes die niet realistisch zijn. Zodoende is de aanname van mean-reversion veelal noodzakelijk om rente goed te kunnen simuleren.
- 4 In dit artikel gaan we voor de overrendementsportefeuille voor het gemak uit van aandelen; in de praktijk kunnen dit ook andere zakelijke waarden zijn.
- 5 Hoewel o.a. Schon (2019) laat zien dat dit niet altijd het geval hoeft te zijn.
- 6 Zie <https://www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-toezicht-sectoren/pensioenfondsen/haalbaarheidstoets/uitvoering-en-normen/scenarioset-haalbaarheidstoets-pensioenfondsen/>
- 7 Door middel van de volgende aanpassingen: $X = (0,0)$, $\delta_{-0n} = -0.0035$ en $\delta_{+0n} = 0.0172$.
- 8 Gemiddeld pensioenresultaat over pensionering gewogen naar overlevingskans en gecorrigeerd voor inflatie.
- 9 Alternatief kan ervoor gekozen worden dat de rente de forwards volgt. In de praktijk bevat de forwardsrente echter zowel de termijnpremie als een marktconsensus van de rentevisie. Deze twee elementen zijn niet goed van elkaar te scheiden, waardoor er geen perfect 'visieloos' uitgangspunt is voor de rente.
- 10 Op basis van een standaard 'power' nutsfunctie. Alserda (2019) vindt een gemiddelde nuts-coëfficiënt van 2,82.
- 11 De aanname bij de analyses is dat de collectieve beleggingsportefeuillebeleggingsportefeuille bottom-up wordt bepaald en derhalve de som is van de "individuele" beleggingsportefeuilles van alle leeftijdscohorten.
- 12 De verandering in de waarde van de onderliggende beleggingen bij een renteverandering van 0,01 procentpunt.

De EU taxonomie: de noodzaak tot een duurzame transitie

Nadja Franssen¹

INTRODUCTIE

We kunnen er niet langer omheen: Europa is aan het verduurzamen. Op de klimaatconferentie van Parijs in 2015 werd voor het eerst een juridisch bindende bovengrens gesteld aan de opwarming van de aarde. Er werden internationale afspraken gemaakt om klimaatverandering tegen te gaan en de uitstoot van CO₂ verder te beperken. Om aan deze afspraken tegemoet te komen stelde Europa in aanloop naar de klimaatconferentie van 2018 het doel om in 2050 het eerste klimaatneutrale continent te zijn. De Europese 'Green Deal', een groeistrategie die dit plan moest verwezenlijken, werd in 2019 door de Europese Commissie gepresenteerd en in 2020 verder aangescherpt. In 2030 moet de CO₂-uitstoot gereduceerd zijn met 55% ten opzichte van 1990. Daarnaast zijn aanvullende doelstellingen gesteld op gebied van duurzame energie en energie-efficiëntie.

Er is nog een lange weg te gaan voordat de doelstellingen uit de Green Deal bereikt worden en hiervoor zijn fikse investeringen nodig. De Europese Unie heeft de financiële sector een belangrijke rol toebedeeld in de financiering van haar plannen. Er is een uitgebreid pakket aan maatregelen geïntroduceerd dat ervoor moet zorgen dat de financiële sector duurzamer gaat opereren. Het onderstaande artikel richt zich op de taxonomieverordening,² ook wel EU taxonomy.

De taxonomieverordening is een essentieel onderdeel van het gehele pakket aan maatregelen. In dit artikel wordt onderzocht in hoeverre de verordening een impuls zal geven aan de verduurzaming van de financiële markt. Om deze vraag te beantwoorden zal eerst de taxonomieverordening en zijn plaats in het gehele pakket aan maatregelen worden beschreven. Vervolgens wordt onderzocht in hoeverre beleggingsportefeuilles die op dit moment als duurzaam gepromoot worden voldoen aan de vereisten van de taxonomie. Hierbij worden de belangrijkste uitdagingen aangekaart waar beleggers mee te maken krijgen in de naleving van de taxonomie. Tot slot wordt beoordeeld of de verordening de potentie heeft om de financiële markt te verduurzamen.

EU ACTION PLAN ON FINANCING SUSTAINABLE GROWTH: EEN BLAUWDRIJK VOOR VERDUURZAMING

Om de kapitaalstromen van de financiële sector te heroriënteren richting het behalen van de Europese duurzaamheidsdoelen, onderwijl de financiële stabiliteit te behouden, heeft de Europese Commissie een nieuw regelgevingskader ontwikkeld. In 2016 is een zogenaamde High-Level Expert Group (HLEG) op duurzame financiering opgezet met als doel een blauwdruk te ontwikkelen voor het hervormen van de financiële sector. In

2018 is hier het 'EU Action Plan on Financing Sustainable Growth' uit voortgekomen. Dit plan bevat een pakket aan maatregelen en hervormingen voor de korte en middellange termijn, zoals weergegeven in figuur 1.

Als essentieel onderdeel van dit actieplan werd in 2020 de taxonomieverordening gepubliceerd. Veel van de wet- en regelgeving die naar aanleiding van het actieplan is geïntroduceerd refereert aan en maakt gebruik van deze taxonomie. De taxonomie kan daarom ook wel gezien worden als de drijvende kracht achter Europa's groene koers.

De taxonomie is in essentie een classificatie van economische activiteiten gebaseerd op hun bijdrage aan specifieke milieugerelateerde doelstellingen. Het doel van de taxonomie is transparantie en vergelijkbaarheid bevorderen, het risico op 'green-

Nadja Franssen MSc
Responsible Investment Officer bij ACTIAM



Figuur 1
Het EU Action Plan on Financing Sustainable Growth

Doelstellingen	Acties	Wetgeving
Heroriëntatie van kapitaalstromen naar duurzame projecten	Het opzetten van een EU-classificatie-systeem voor duurzame activiteiten (EU Taxonomie)	EU Taxonomy Regulation
	Het creëren van standaarden en labels voor groene financiële producten	EU Green Bond Standard, EU Ecolabel
	Het stimuleren van investeringen in duurzame projecten	Sustainable Europe Investment Plan, InvestEU
	Het integreren van duurzaamheid bij het geven van financieel advies	MiFID II
	Het ontwikkelen van benchmarks op het gebied van duurzaamheid	Regulation on EU Climate Transition Benchmarks, EU Paris-aligned Benchmarks and sustainability-related disclosures for benchmarks
Integratie van duurzaamheid in risicomanagement	Duurzaamheid beter integreren in ratings en marktonderzoek	Update van de ESMA 'Guidelines on Disclosure Requirements Applicable to Credit Rating Agencies'
	Het ophelderen van de verplichtingen van institutionele beleggers en vermogensbeheerders met betrekking tot duurzaamheid	Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)
	Duurzaamheid integreren in de prudentiële vereisten	Solvency II, Basel IIV, Capital Requirements Regulation and Directive
Het bevorderen van transparantie en een lange-termijn visie	Het openbaar maken van informatie met betrekking tot duurzaamheid bevorderen	Non-Financial Reporting Directive (NFRD)
	Duurzame corporate governance bevorderen en het ontmoedigen van kortetermijndenken op de kapitaalmarkten	Shareholders Rights Directive

washing' verminderen en de herallocatie van kapitaal naar investeringen die ondersteunend zijn aan de Europese klimaatambities. Voor beleggers heeft de taxonomieverordening grote implicaties. Een van de belangrijkste gevolgen is dat financiële instellingen in de toekomst moeten rapporteren welk percentage van een product volgens de taxonomie als 'groen' wordt aangemerkt. De taxonomieverordening wordt hierin ondersteund door de 'Sustainable Finance Disclosure Regulation' (SFDR),³ dat financiële instellingen verplicht informatie te verstrekken over de integratie van duurzaamheidsaspecten in hun beleggingsbeslissingen. De verplichtingen zijn van toepassing op alle deelnemers aan de financiële markt, waaronder zowel beleggingsfondsen, vermogensbeheerders als financieel adviseurs.⁴

DE EU TAXONOMIE: DÉ MEETLAT OP GEBIED VAN DUURZAAMHEID

Beleggers die een duurzaam product in de markt zetten zijn in de toekomst verplicht om hun mate van duurzaamheid te toetsen aan de taxonomie. In de taxonomie zijn zes doelstellingen vastgesteld waaraan een duurzaam financieel product kan bijdragen:

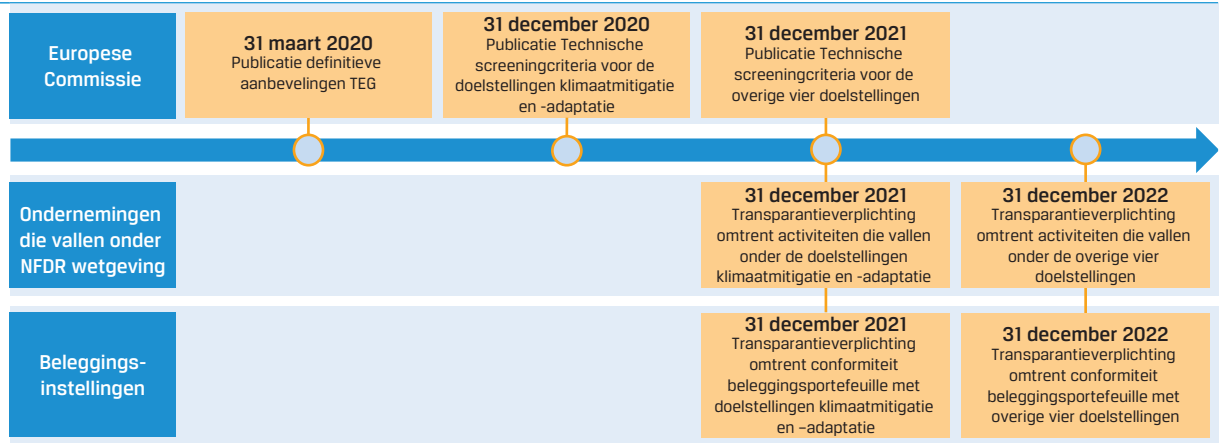
- Klimaatadaptatie
- Klimaatmitigatie
- Bescherming van aquatische en mariene ecosystemen
- Transitie naar een circulaire economie

- Voorkomen en beheersen van vervuiling
- Bescherming en herstel van biodiversiteit en ecosystemen

Onder de SFDR zijn financiële instellingen verplicht informatie te verschaffen over de integratie van duurzaamheidsrisico's en -kansen in hun beleggingsbeslissingen. Aan de hand hiervan worden beleggingsproducten ingedeeld in drie categorieën; donkergroen (artikel 9), lichtgroen (artikel 8) of grijs. De informatie moet worden opgenomen als onderdeel van de precontractuele documentatie,⁵ in periodieke rapportages en op de website. Middels Artikel 5 en 6 van de taxonomie wordt de mate waarin vermogensbeheerders voldoen aan de taxonomievereisten opgenomen als onderdeel van de SFDR rapportagevereisten. Deze verplichting geldt vanaf 2022 voor de thema's klimaatadaptatie en -mitigatie en vanaf 2023 voor de overige vier thema's. In figuur 2 een overzicht van de implementatietijdlijnen.

Vooralsnog zijn er geen repercussies voor een lage mate van verenigbaarheid met de taxonomie. Het is nog niet besloten of grenswaarden worden ingesteld om te bepalen wanneer een product een licht- of donkergroen label mag dragen. Indien een product geen rekening houdt met de criteria van de taxonomie moet dit worden aangegeven (Artikel 8, taxonomieverordening). Logischerwijs kan een hoge of lage verenigbaarheid wel leiden tot het aantrekken of juist verliezen van klanten. De AFM

Figuur 2
Implementatietijdlijn
EU taxonomie



is verantwoordelijk voor de controle op naleving van de transparantieplichting onder de SFDR. Vanwege issues omtrent de beschikbaarheid van data, heeft de AFM aangegeven in de beginfase nog niet hard op te zullen treden, maar uiteindelijk kan het niet naleven van de transparantieplichting leiden tot boetes of andere repercussies.

gen met meer dan 500 werknemers per januari 2022 verplicht te laten rapporteren over de mate waarin hun activiteiten voldoen aan de taxonomie.

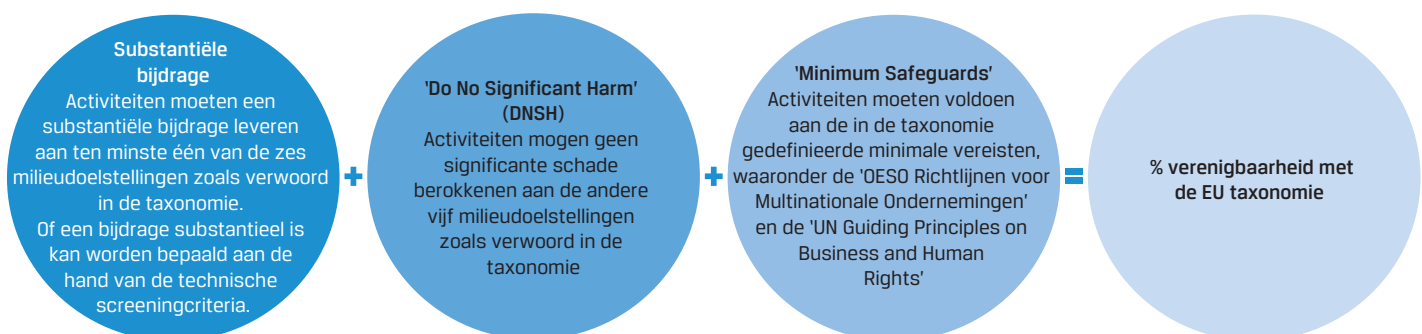
ONDERZOEKEN ZIJN UNANIEM: MAAR WEINIG BESTAANDE DUURZAME BELEGGINGSPRODUCTEN VOLDOEN AAN DE TAXONOMIEVEREISTEN

Niet alleen koolstofarme activiteiten komen in aanmerking voor de taxonomie, maar ook activiteiten die op andere wijze een positieve bijdrage leveren aan de transitie naar een klimaatneutrale economie. Figuur 4 geeft de verschillende type activiteiten weer die in aanmerking komen.

Figuur 3 geeft de drie stappen weer aan de hand waarvan een vermogensbeheerder kan bepalen of zijn product voldoet aan de taxonomie. Vermogensbeheerders moeten de drie stappen doorlopen voor alle activiteiten van ondernemingen in hun portefeuille. Op basis van de resultaten kan per onderneming de procentuele verenigbaarheid met de taxonomie worden berekend. Bij elkaar opgeteld resulteert dit in de procentuele verenigbaarheid van de totale portefeuille. Aangezien er geen centrale database is waarin de benodigde data per onderneming wordt vastgelegd, moeten vermogensbeheerders deze informatie zelf, al dan niet met hulp van data-providers, boven tafel halen. De EU helpt ze hierin door Europese ondernemin-

Wellicht het belangrijkste aspect voor beleggers zijn de technische screeningcriteria waaraan beleggingen in de eerste stap getoetst worden. Deze criteria geven per milieudoelstelling een boven- en ondergrens weer waar activiteiten aan moeten voldoen om als duurzaam geclassificeerd te worden. Dit kunnen bijvoorbeeld grenzen zijn aan de specifieke uitstoot per eenheid product of de minimaal vereiste emissiereductie die een activiteit moet bereiken. Per eind december 2020 zijn de technische screeningcriteria vastgesteld voor activiteiten die bijdragen aan klimaatmitigatie en klimaatadaptatie. De criteria voor de overige vier doelstellingen volgen eind 2021. Vooralsnog zijn criteria vastgesteld voor sectoren met ofwel een hoge CO₂-uitstoot, ofwel een groot aanbod aan emissie-reducerende activiteiten. Andere sectoren volgen in een later stadium. Eens in de drie jaar zullen de criteria aangepast worden om te voldoen aan veranderende wetenschappelijke inzichten.

Figuur 3
De drie stappen van de EU taxonomie



Figuur 4
Type activiteiten die in aanmerking komen voor de EU taxonomie



DUURZAME BELEGGINGSPRODUCTEN VOLDOEN NIET AAN DE TAXONOMIE

Veel financiële producten die nu worden gepresenteerd als duurzaam voldoen niet (automatisch) aan de vereisten van de taxonomie. De Europese Commissie (2020) heeft onderzoek gedaan naar 101 groene⁶ Europese aandelenfondsen. De onderzoekers schatten dat slechts 11% van de onderliggende assets geïnvesteerd is in ondernemingen die meer dan de helft van hun omzet uit activiteiten halen die voldoen aan de taxonomievereisten. Novethic (2020) onderzocht 104 groene⁷ aandelenfondsen in de Europese markt. Minder dan 20 van de onderzochte fondsen voldoet voor meer de helft aan de vereisten. De gemiddelde mate van verenigbaarheid is slechts 29%.⁸

In een werkgroep van de Principles for Responsible Investment (PRI) hebben verschillende pan-Europese institutionele beleggers hun beleggingsportefeuille beoordeeld. Vanwege de nieuwheid van de taxonomie en het gebrek aan een gestandaardiseerde meetmethode hanteren de beleggers een eigen meetmethode, waarbij veel afhangt van hoe conservatief de belegger is in het maken van schattingen. Toch zijn de beleggers redelijk unaniem in hun conclusie: de mate waarin bestaande duurzame beleggingsproducten voldoen aan de taxonomievereisten zoals deze op dit moment zijn geformuleerd is relatief laag, vaak tussen de 5% en 15%. Financiële producten met een meer algemene focus op duurzaamheid presteren slechter dan thematische producten gericht op het klimaat.

UITDAGINGEN VAN DE TAXONOMIE VOOR BELEGGERS

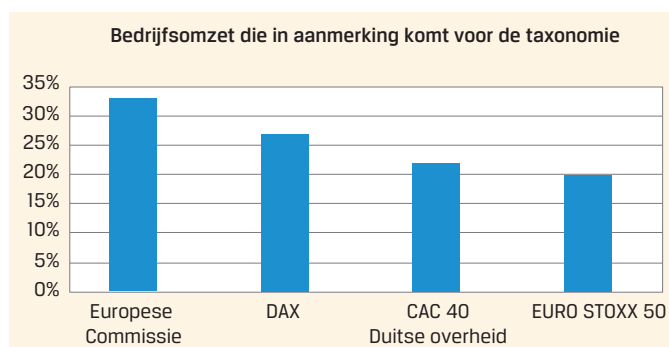
Een viertal uitdagingen waarmee beleggers in de toepassing van de taxonomie worden geconfronteerd bieden een mogelijke verklaring.

UITDAGING 1: ONDERNEMINGEN VOLDOEN NIET AAN DE VEREISTEN

Weinig ondernemingen voldoen op dit moment aan de vereisten van de taxonomie. Enerzijds komt dit doordat zij onvoldoende omzet halen uit taxonomie-relevante activiteiten, anderzijds doordat zij onvoldoende transparant zijn hierover

(meer hierover onder uitdaging 4). Implementatie van de taxonomie zal daarom, zeker op de kortere termijn, het beleggingsuniversum van duurzame beleggers flink beperken. Grafiek 1 geeft de resultaten van twee verschillende onderzoeken weer.⁹ Onderzocht is welk percentage van de omzet van ondernemingen afkomstig is uit activiteiten die in aanmerking komen voor de taxonomie.

Grafiek 1
Percentage bedrijfsomzet afkomstig uit activiteiten die in aanmerking komen voor de taxonomie volgens verschillende onderzoeken



Beide onderzoeken concluderen dat ondernemingen relatief weinig omzet halen uit activiteiten die in aanmerking komen voor de taxonomie. Bovendien voldoet deze omzet niet noodzakelijk aan de eerder genoemde technische screeningcriteria. De invloed die de screeningcriteria hebben kan goed worden weergegeven aan de hand van de automobiel en nutsindustrie. Hoewel de productie van passagiersauto's in zijn geheel is opgenomen in de lijst met activiteiten die in aanmerking komen voor de taxonomie, zijn de screeningcriteria dusdanig strikt geformuleerd dat in de praktijk nagenoeg alleen de productie van elektrische auto's voldoet aan de vereisten. Binnen de nutssector voldoet de productie van gas, door velen gezien als een transitiebrandstof, meestal niet aan de gestelde grenswaarde van 100gCO₂/kWh uitstoot, tenzij gebruikt wordt gemaakt van CO₂ afvang en opslag. De grenswaarden om te voldoen aan de taxonomie zijn hiermee ambitieus te noemen. Het onderzoek uit naam van de Duitse overheid schat dat het deel van de

bedrijfsomzet dat voldoet aan de technische screeningcriteria veel kleiner is dan in grafiek 1 weergegeven; namelijk maximaal 2%.

UITDAGING 2: DE NADRUK LIGT OP ENKELE SECTOREN

Bepaalde sectoren hebben een natuurlijkere match met de taxonomie dan anderen. De duurzame energie sector, maar ook energieapparatuur en -diensten en nutsbedrijven – inclusief waterbedrijven en afvalverwerking – dragen van nature in hoge mate bij aan de Europese milieudoelstellingen en zijn voorbeelden van sectoren waarin veel activiteiten voldoen aan de vereisten van de taxonomie (Novethic, 2020; Environmental Finance, 2020). De automobiel- en bouwsector daarentegen zijn voorbeelden van sectoren waarin slechts enkele ondernemingen (deels) voldoen aan de vereisten (Adelphi, 2020; Swedbank Robur, 2020).

DE TAXONOMIE KAN ZORGEN VOOR EEN RUN OP EEN BEPERKT AANTAL ONDERNEMINGEN EN SECTOREN

De taxonomie heeft als doel de financiering van groene activiteiten te stimuleren en daarmee eventuele financieringsstekorten op te lossen. Indien de taxonomie een belangrijke leidraad wordt in beleggingsbeslissingen kan dit leiden tot een toestroom van kapitaal naar de groene sectoren die voldoen aan de taxonomie. Echter, niet alle groene activiteiten zijn ondergefinancierd. Onderzoek toont aan dat de grootste financieringstekorten voorkomen in de zogenoemde ‘valley of death’, de groeifase tussen venture capital en private equity (zie bijvoorbeeld Jenkins en Mansur, 2011; Hartley en Medlock, 2016; Coalition for Green Capital, 2020). Een deel van de meer volwassen groene sectoren, zoals bijvoorbeeld de duurzame energiesector, heeft daarentegen al enige tijd te kampen met snel stijgende aandelenkoersen. In deze sectoren kan een nog grotere toestroom van kapitaal leiden tot oververhitting. Het zwaartepunt zal hierbij vooral liggen op ondernemingen die in hoge mate voldoen aan de taxonomie en voldoende capaciteit hebben om aan de veranderende rapportageverplichtingen te voldoen. Acciona SA, een Spaans ingenieursbureau dat oplossingen produceert voor infrastructuur en duurzame energie, en Scatec ASA, een Noorse producent van zonne-energie, zijn voorbeelden van mogelijk gewilde ondernemingen en zijn reeds begonnen hun productportfolio te testen aan de taxonomievereisten.

UITDAGING 3: ALLEEN MILIEUPROBLEMEN ZIJN RELEVANT

Er bestaat al een aanzienlijke hoeveelheid richtlijnen over duurzaam beleggen. Wat de taxonomie anders maakt dan reeds bestaande raamwerken is de expliciete focus op het aspect milieu. De reden hiervoor is dat klimaat door de EU wordt gezien als het meest urgente probleem waarmee we op dit moment geconfronteerd worden. De uitdagingen op gebied van

klimaat vormen significante risico's voor de maatschappij, en daarmee ook voor ondernemingen en beleggers. Er zijn al voorbeelden van ondernemingen die (financiële) gevolgen ondervinden van het feit dat ze onvoldoende voorbereid zijn op deze risico's. Denk bijvoorbeeld aan de Nederlandse tak van Tata Steel wiens overname door het Zweedse SSAB van de baan werd geschoven omdat het te kostbaar zou worden om Tata Steel naar hun maatstaven te verduurzamen.

In de praktijk zijn de uitdagingen op gebied van duurzaamheid echter breder dan datgeen wat door de taxonomie wordt aangekaart. Deze uitdagingen omvatten bijvoorbeeld ook sociale en meer ethische onderwerpen. Veel van de ondernemingen in duurzame beleggingsproducten waarvan in eerder genoemde onderzoeken werd vastgesteld dat zij niet voldoen aan de taxonomie zijn ondernemingen uit sectoren met een neutrale klimaatimpact maar een positief sociaal effect, zoals de farmaceutische industrie. Hierdoor bestaat op dit moment in de markt een breed scala aan duurzame beleggingsproducten die onder de taxonomie niet als zijnde duurzaam gepresenteerd mogen worden.

De taxonomie gaat bovendien uit van een activiteitgedreven analyse waarin bedrijfsactiviteiten positief moeten bijdragen aan de klimaatdoelstellingen van de EU. Dit wijkt af van de werkwijze die veel duurzame vermogensbeheerders nu hantieren, waarbij (ook) gekeken wordt naar het gedrag en het duurzaamheidsbeleid van een onderneming. Twee ondernemingen die op dit moment dezelfde hoeveelheid groene activiteiten ontplooiën krijgen onder de taxonomie dezelfde score, ongeacht hun ambities voor de toekomst. Bovendien gaat de taxonomie uit van een binaire aanpak waarin geen ruimte is voor verschillende tinten groen. Indien een sector of activiteit niet voldoet aan de strenge eisen van de taxonomie, mag deze in zijn geheel niet worden meegenomen. Tijdens de taxonomie-onderhandelingen is het plan van tafel geveegd om ook te definiëren wat niet-duurzame investeringen zijn. Dit heeft tot gevolg dat het uiteindelijke resultaat “slechts” een berekening is van het percentage omzet dat in lijn is met de taxonomie. Er wordt geen correctie geboden voor activiteiten met een potentiële negatieve impact op gebied van duurzaamheid. Bijvoorbeeld, een onderneming die 50% van zijn omzet haalt uit de generatie van zonne-energie, wordt als dusdanig geclassificeerd, ongeacht of het overige omzetsdeel afkomstig is uit nucleair, gas of steenkool.

UITDAGING 4: DE TRANSPARANTIE VAN ONDERNEMINGEN SCHIET TEKORT

De beschikbaarheid van data is essentieel voor een goede implementatie van de taxonomie. Bestaande standaarden die gebruikt worden in duurzaamheidsrapportages van ondernemingen, waaronder het Carbon Disclosure Project, de Sustainable Development Goals en de richtlijnen van het Sustainability Accounting Standards Board, wijken echter qua focus en format af van de taxonomie. Data is daardoor niet altijd beschikbaar of wordt op een andere manier gerapporteerd dan voorgeschreven in de taxonomie. Bij slechts een klein deel van de ondernemingen met omzet afkomstig uit de groene eco-

nomie is de transparantie van dusdanig niveau dat beleggers de groene activiteiten kunnen kwantificeren in de mate die de taxonomie van ze verlangt (FTSE Russel, 2020; Lacroix, 2020). Dit komt mede doordat het leeuwendeel van de groene technologieën en producten geproduceerd wordt door grote gediversifieerde ondernemingen met zowel groene als niet-groene productie. De productie van duurzame producten en technologieën is vaak verspreid over verschillende bedrijfsonderdelen en rapportage over duurzaamheidsprestaties van activiteiten die voldoen aan de taxonomie wordt gecombineerd met die van activiteiten die niet voldoen. Dit kan niet altijd effectief van elkaar worden gescheiden.

DE TAXONOMIE ZAL WAARSCHIJNLIJK OP KORTE TERMIJN NIET VOOR EEN RADICALE OMMEKEER IN DE FINANCIËLE MARKT ZORGEN

Het gebrek aan transparantie is een obstakel dat genoemd wordt door veel beleggers in het voldoen aan de taxonomie. Het onderzoek van Ingre en Passburg (2020) ziet hierin wel een duidelijk verschil tussen grotere en kleinere beleggingsinstellingen. Waar kleinere vermogensbeheerders aangeven dat ze onvoldoende capaciteit hebben om de benodigde informatie boven tafel te halen, geven grotere vermogensbeheerders vaker aan dit wel te kunnen, ofwel op basis van eigen data ofwel met behulp van een consultant of data-provider.

OP KORTE TERMIJN GEEN 'GROENE' FINANCIËLE SECTOR

Bovenstaande uitdagingen roepen de vraag op of de taxonomie op korte termijn voor een radicale ommekeer in de financiële markt zal zorgen. Vanzelfsprekend zullen er thematische beleggingsproducten ontstaan die zich specifiek richten op de thema's uit de taxonomie. De meer fundamentele vraag is echter of de taxonomie voldoende motivatie biedt om duurzaamheid bij alle beleggers een integraal onderdeel van het beleggingsproces te maken. De taxonomie laat weinig ruimte voor diversificatie, iets wat problematisch kan zijn voor beleggers die een bredere exposure zoeken naar allerlei thema's, sectoren en geografieën. Royal London Asset Management (2020) is zo'n belegger: "Hoewel we de milieufocus van de taxonomie erkennen, geloven wij dat 'duurzaamheid' ook een sociale focus heeft. Producten met grote sociale impact kunnen ondermijnd worden doordat zij slechts beperkt voldoen aan de taxonomie. We steunen het doel van de taxonomie om meer kapitaal beschikbaar te maken voor ondernemingen, beleggers en investeringen met milieufocus, echter dit kan het onbedoelde effect hebben kapitaal weg te houden van beleggers en ondernemingen die de meer sociale thema's steunen." De vermogensbeheerder ESG Portfolio Management (2020) gaat zelfs nog een stap verder en haalt dit aan als reden waarom ze vooralsnog niet voornemens zijn volledig in lijn met de taxonomie te opereren: "Aangezien onze portefeuilles

extreem gediversifieerd zijn en zich, naast de thema's die op dit moment [voor de taxonomie] in aanmerking komen, ook op andere Sustainable Development Goals richten, verwachten we dat de portefeuille voor slechts 20% voldoet aan de taxonomievereisten. Hoewel we teleurgesteld zijn met deze score, en door de tijd heen zullen streven naar verbetering, hebben we niet de intentie onze portefeuilles te transformeren naar beleggingsproducten gefocust op bosbouw, zon- en windparken."

TOCH IS DE TAXONOMIE EEN STAP VOORWAARTS

Ondanks de genoemde uitdagingen is de introductie van de taxonomie een belangrijke stap richting een duurzame (re) financiële sector. Veel van de in dit artikel geconstateerde beperkingen worden erkend door de Europese Commissie. Met de taxonomieverordening is ook het 'Platform on Sustainable Finance' opgericht. Binnen het takenpakket van dit platform valt onder andere de opdracht om advies uit te brengen aan de Europese Commissie over de verdere ontwikkeling van de taxonomie en de (bruikbaarheid van de) technische screeningcriteria, een eventuele uitbreiding van de taxonomie met sociale criteria, en hoe activiteiten met een neutrale impact op het milieu te integreren in het geheel.¹⁰ Hierdoor zal met de tijd het aantal sectoren en ondernemingen dat voldoet aan de taxonomie waarschijnlijk groeien.

Ook de mate van transparantie zal in de komende jaren verbeteren. In eerste instantie zullen vooral data-providers aan de hand van proxies en gemodelleerde data een belangrijke rol spelen in het aanleveren van de benodigde data. Daar komt bij dat per januari 2022 Europese ondernemingen met meer dan 500 werknemers die onder de Non-Financial Disclosure Directive (NFDR) vallen verplicht zijn te rapporteren over de mate waarin hun activiteiten voldoen aan de taxonomie. Aanvankelijk kan dit ertoe leiden dat met name grotere Europese ondernemingen voldoen aan de transparantievereisten. Echter, het is waarschijnlijk dat, gestimuleerd door engagement, op termijn ook kleinere en niet-Europese ondernemingen zullen volgen. Bovendien onderzoekt een groeiend aantal landen de mogelijkheid tot het opstellen van een groene taxonomie. Actuele voorbeelden hiervan zijn Canada, Maleisië en Japan.

Naarmate de aanloopproblemen verder opgelost worden zullen waarschijnlijk meer beleggers zich bereid en in staat voelen om hun beleggingen in lijn te brengen met de taxonomie. Daarnaast geeft de taxonomie nu al duidelijkheid over wat groen is en biedt consistente criteria op basis waarvan ondernemingen hun rapportages kunnen inrichten, waar data providers hun systemen op kunnen baseren en beleggers hun portefeuille op af kunnen stemmen. Voor beleggers zorgt de taxonomie voor een gezamenlijke kadering in gesprekken met ondernemingen en creëert het momentum om ondernemingen te vragen over hun bijdrage aan een groenere economie en de doelstellingen van Parijs in het bijzonder. Zeker wanneer dit ook buiten Europa wordt overgenomen, kan dit nu al voor belangrijke verschuivingen zorgen in de economie.

CONCLUSIE

Europa verduurzaamt in snel tempo en neemt daarin de financiële sector met zich mee. In dit artikel is onderzocht in hoeverre een van Europa's belangrijkste maatregelen, de taxonomieverordening, in staat zal zijn om de financiële sector te verduurzamen. Geconcludeerd wordt dat de verordening zeker zijn sporen zal nalaten in de markt. Echter, het ligt niet in lijn der verwachtingen dat alle (duurzame) beleggers de taxonomie direct zullen adopteren als nieuwe standaard. In dit artikel worden verschillende redenen gegeven waarom het enthousiasme in eerste instantie beperkt kan zijn. Allereerst is er slechts een bescheiden pool van ondernemingen die reeds voldoen aan de onderliggende vereisten van de taxonomie. Bepaalde sectoren vormen hierin een natuurlijkere match dan anderen. Daarnaast is de taxonomie sterk gefocust op milieugerelateerde onderwerpen, terwijl het duurzame spectrum waarbinnen beleggers opereren veel breder is. Tot slot is de transparantie van ondernemingen vooralsnog onvoldoende om te bepalen in hoeverre zij positief bijdragen aan de taxonomie.

Dit alles leidt tot de verwachting dat de taxonomie de financiële markt niet meteen radicaal zal veranderen. Echter, er is hoop. De Europese plannen om de financiële markt te verduurzamen zijn nog volop in ontwikkelingen. De beperkingen die met de taxonomie gepaard gaan worden breed erkend en verschillende partijen werken aan oplossingen. Naarmate de aanloopproblemen meer en meer worden opgelost zal ook het aantal beleggingsmanagers dat zich bereid voelt en in staat acht te voldoen aan de taxonomie groeien.

Literatuur

- Adelphi and ISS ESG (2020). European Sustainable Finance Survey 2020. Geraadpleegd van <https://sustainablefinancesurvey.de/>
- Coalition for Green Capital (2020). To Cross the Clean Energy "Valley of Death", Technology Innovation is Only Half the Battle. Geraadpleegd van <https://coalitionforgreencapital.com/to-cross-the-clean-energy-valley-of-death-technology-innovation-is-only-half-the-battle/>
- Environmental Finance (2020). 100 EU Taxonomy-eligible firms identified by Morgan Stanley. Geraadpleegd van <https://www.environmental-finance.com/content/news/100-eu-taxonomy-eligible-firms-identified-by-morgan-stanley.html>
- ESG Portfolio Management (2020). *EU Taxonomy Alignment Case Study*. Geraadpleegd van <https://www.unpri.org/eu-taxonomy-alignment-case-studies/eu-taxonomy-alignment-case-study-esg-portfolio-management/6308.article>
- Europese Commissie (2020). Testing Draft EU Ecolabel Criteria on UCITS Equity Funds. Geraadpleegd van <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/91cc2c0b-ba78-11ea-811c-01aa75ed71a1/language-en/format-PDF/source-137198287>
- FTSE Russell (2020). Sizing the Green Economy: Green Revenues and the EU Taxonomy. Geraadpleegd van <https://www.ftserussell.com/research/sizing-green-economy-green-revenues-and-eu-taxonomy>
- Hartley, P.R. en Medlock, K.B. (2016). The Valley of Death for New Energy Technologies. Geraadpleegd van https://www.researchgate.net/publication/318777435_The_Valley_of_Death_for_New_Energy_Technologies
- Ingre, G. en Passburg, C.V. (2020). The Impact of the EU Taxonomy. Geraadpleegd van <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1456396/FULLTEXT01.pdf>
- Jenkins, J. en Mansur, S. (2011). Bridging the Clean Energy Valleys of Death. Geraadpleegd van https://s3.us-east-2.amazonaws.com/uploads.thebreakthrough.org/legacy/blog/Valleys_of_Death.pdf
- Lacroix, M. (2020). EU Green Finance Czar: 'Obvious' that Companies Should Report on Climate Risk. Geraadpleegd van <https://www.euractiv.com/section/energy-environment/interview/eu-green-finance-czar-obvious-that-companies-should-report-on-climate-risk/>
- Novethic (2020). European Green Funds and the EU Taxonomy: the Great Challenge. Geraadpleegd van <https://www.novethic.com/sustainable-finance-trends/detail/european-green-funds-taxonomy-challenge-october-2020.html>
- PRI (2020). Testing the taxonomy: insights from the PRI taxonomy practitioners group. Geraadpleegd van <https://www.unpri.org/eu-taxonomy-alignment-case-studies/testing-the-taxonomy-insights-from-the-pri-taxonomy-practitioners-group/6409.article>
- Royal London Asset Management (2020). *EU Taxonomy Alignment Case Study*. Geraadpleegd van <https://www.unpri.org/eu-taxonomy-alignment-case-studies/eu-taxonomy-alignment-case-study-royal-london-asset-management/6309.article>
- Swedbank Robur (2020). EU Taxonomy Alignment Case Study. Geraadpleegd van <https://www.unpri.org/eu-taxonomy-alignment-case-studies/eu-taxonomy-alignment-case-study-swedbank-robur/6406.article>
- Technical Expert Group on Sustainable Finance (2020). Final Report on the EU Taxonomy. Geraadpleegd van https://ec.europa.eu/info/files/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en

Noten

- | | | |
|---|--|--|
| <p>1 Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven en reflecteert niet noodzakelijkerwijs de mening van ACTIAM.</p> <p>2 Verordening (EU) 2020/852 betreffende de totstandbrenging van een kader ter bevordering van duurzame beleggingen en tot wijziging van Verordening (EU) 2019/2088.</p> <p>3 Verordening (EU) 2019/2088 betreffende informatieverstopping over duurzaamheid in de financiële dienstensector.</p> <p>4 Een uitgebreide uiteenzetting van partijen waar de wetgeving op van toepassing is, is opgenomen in</p> | <p>Artikel 2 van EU Verordening 2019/2088.</p> <p>5 Precontractuele documentatie zoals gedefinieerd in Artikel 4:20 van de Wet op het Financieel Toezicht.</p> <p>6 Fondsen met een nationaal ecolabel of fondsen aangemerkt door Bloomberg of Thomson Reuters als (i) schone energie, (ii) klimaatverandering, of (iii) groen.</p> <p>7 Onder groene fondsen wordt verstaan (i) fondsen met een milieuthema, (ii) koolstofarme fondsen, en (iii) groene obligatiefondsen.</p> <p>8 De groene assets van een fonds, afgezet tegen het totaal aan assets per fonds.</p> | <p>9 De Europese Commissie (2020b) beoordeelde de performance van 1.831 ondernemingen in 101 groene Europese beleggingsproducten. Het onderzoek uitgevoerd in opdracht van de Duitse overheid keek naar ondernemingen genoteerd aan drie Europese aandelenmarkten (Adelphi, 2020).</p> <p>10 De technische screeningcriteria worden uiterlijk op 13 juli 2022 opnieuw beoordeeld en vervolgens iedere drie jaar. Een advies om de taxonomie uit te breiden naar activiteiten met neutrale milieu-impact en sociale criteria wordt uiterlijk 31 december 2021 verwacht. Deze data zijn vastgelegd in Artikel 26 van de taxonomie.</p> |
|---|--|--|

Einde van een tijdperk: Rentebenchmarkhervorming nadert climax

Tom Hudepohl en Daniël Overduijn

INLEIDING

De LIBOR-affaire heeft de schijnwerpers gericht op de kwetsbaarheden van een essentieel onderdeel van de internationale financiële architectuur: rentebenchmarks. Inherent was LIBOR namelijk vatbaar voor manipulatie doordat de vaststelling op schattingen berustte, niet op echte transacties. De belangrijkste kwetsbaarheid was dat banken de schattingen voor de bepaling van rentebenchmarks aanleverden, maar hier tegelijkertijd ook grootgebruiker van zijn. In 2012 kwam de grootscheepse manipulatie van LIBOR aan het licht, waardoor de noodzaak tot hervorming van deze belangrijke schakel in het financiële systeem pijnlijk duidelijk werd.

Om het stelsel van benchmarks te hervormen, heeft de *Financial Stability Board* (FSB, 2014) een reeks aanbevelingen gedaan waaraan een betrouwbare en robuuste benchmark moet voldoen. Daarvoor zijn de *Principles for financial benchmarks* leidend, die in 2013 zijn opgesteld door de *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO, 2013). De belangrijkste aanbeveling is om benchmarks te baseren op voldoende daadwerkelijk afgesloten transacties, waardoor de ruimte voor manipulatie wordt geminimaliseerd en de robuustheid en betrouwbaarheid worden vergroot. Voor de Europese Unie zijn

de aanbevelingen van de FSB formeel neergeslagen in de *Benchmarks Regulation* (BMR), die per 1 januari 2022 bindend wordt.

Dit artikel zet uiteen wat de benchmarkhervorming behelst, hoe deze ervoor staat en wat de komende maanden nog gedaan moet worden.

WAAR HEBBEN WE HET OVER?

Rentebenchmarks zijn publiek beschikbare referentietarieven die als basis dienen voor de beprijzing van een reeks aan financiële producten, zoals rentederivaten en leningen afgesloten tegen een variabele rente. Door simpelweg te verwijzen naar een rentebenchmark hoeft niet voor elk contract te worden afgesproken hoe de rente precies wordt berekend. Deze standaardisatie verlaagt transactiekosten, en doordat benchmarks eenvoudig verkrijgbaar zijn is het gebruik ervan wijdverspreid.

In het eurogebied zijn de twee belangrijkste rentebenchmarks de *Euro Overnight Index Average* (EONIA, looptijd één dag) en de *Euro Interbank Offered Rate* (EURIBOR, looptijden van één week tot één jaar). In 2018 schatte de ECB dat EUR 22.000 mrd aan derivaten naar EONIA verwees, voor EURIBOR is dit zelfs ruim

Daniël Overduijn (l),
MSc, CFA
De Nederlandsche
Bank, portfolio
manager

Tom Hudepohl (r),
MSc, LL.M
De Nederlandsche
Bank, econoom



Kader 1: De nieuwe *overnight* benchmark voor het eurogebied

€STR wordt bepaald op basis van transactiedata die de 50 grootste banken in het eurogebied dagelijks aanleveren bij het Eurosysteem. Ten opzichte van EONIA is €STR gestoeld op een bredere basis aan transacties. Voor €STR worden naast transacties tussen banken, namelijk ook transacties van banken

met andere financiële instellingen meegenomen. Hierdoor is het volume van €STR een veelvoud van het EONIA-volume (Figuur 1). Daarnaast meet €STR de rente die banken betalen aan financiële partijen om voor één dag ongedekt geld in te lenen, terwijl EONIA juist transacties meet waarbij banken geld voor een dag uitlenen.

Figuur 1
Dagelijks volume onderliggend aan EONIA en €STR (maandelijkse voortschrijdend gemiddelde)

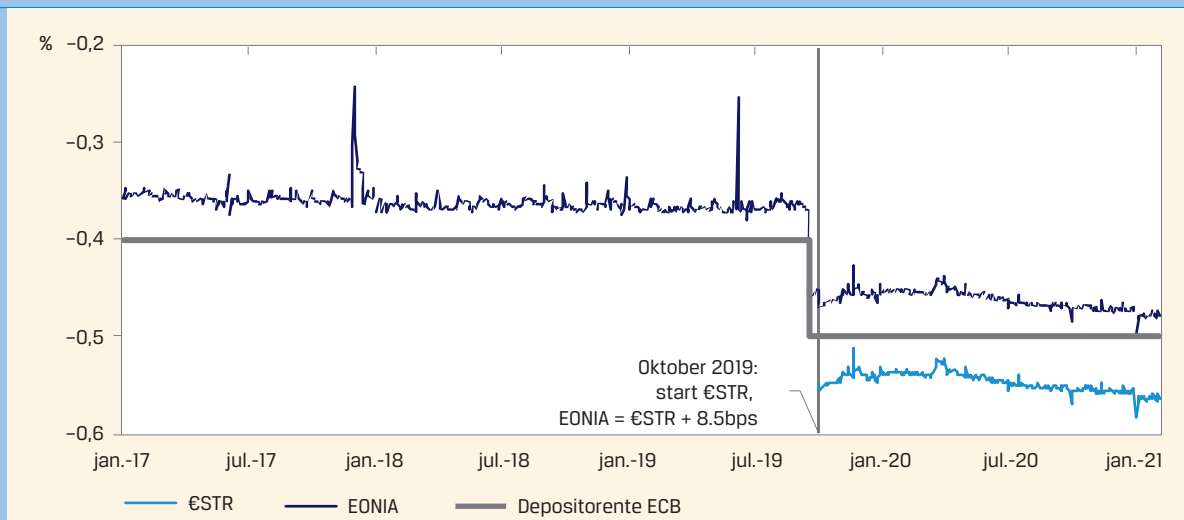


Bron: Statistical Data Warehouse

Het €STR-tarief ligt door bovenstaande verschillen in methodologie onder EONIA en de depositorente van de centrale bank: bij invoering lag het €STR-tarief ongeveer 8,5 basispunt (0,085 procentpunt) lager dan EONIA (Figuur 2). Dit komt met name doordat nu ook transacties met niet-bancaire financiële instellingen worden meegenomen. Doordat alleen banken

rechtstreeks geld bij de centrale bank kunnen aanhouden, moeten andere partijen dit via een bank doen. De bank rekent daar uiteraard wel een marge voor ten opzichte van de negatieve rente die zij ontvangen voor het stallen van hun deposito's bij de centrale bank (momenteel -0,50%).

Figuur 2
EONIA- en €STR-tarief



Bron: Statistical Data Warehouse

100.000 mrd (WGRFR, 2018). Daarbovenop worden beide tarieven ook gebruikt voor vele duizenden miljarden aan kortlopende geldmarkttransacties, leningen en schuldpapier. Ook consumenten maken gebruik van rentebenchmarks, bijvoorbeeld omdat ze een hypotheek hebben afgesloten tegen een variabele rente die is gebaseerd op EURIBOR.

WAAROM IS DE BENCHMARKHERVORMING NODIG?

EONIA was reeds gebaseerd op daadwerkelijke transacties, namelijk ongedekte kortlopende leningen tussen banken. Introductie van nieuwe regelgeving na de financiële crisis, strikter risicomanagement bij banken en ruim monetair beleid hebben echter geleid tot een substantieel lager dagelijks handelsvolume waarop EONIA is gebaseerd, waardoor de robuustheid van dit tarief is afgenomen (Figuur 1). Door dit lage volume kende EONIA ook af en toe relatief grote uitschieters in het tarief (Figuur 2), waarbij een transactie met een afwijkend tarief grote gevolgen heeft voor het EONIA-tarief van die dag.

EURIBOR daarentegen stelde – net als de veelgebruikte LIBOR – op door handelaren doorgegeven *quotes*: elke bank uit het bijdragende panel geeft de beste inschatting tegen welke rente ze op dat moment ongedekt geld kunnen inlenen voor een bepaalde looptijd. De beheerder van de benchmark – voor EURIBOR is dit het Belgische *European Money Markets Institute* (EMMI) – berekent op basis hiervan elke dag wat de benchmarkrente is. Dit systeem is inherent gevoelig voor manipulatie, doordat dezelfde bank (veelal) ook een financiële blootstelling heeft op die benchmark, en dus een financieel belang heeft bij een bepaalde uitkomst.

EONIA en EURIBOR voldeden in hun oude vorm niet aan de vereisten van deze regelgeving. EMMI, naast beheerder van EURIBOR ook beheerder van EONIA, concludeerde in mei 2018 dat het niet mogelijk is EONIA voldoende te hervormen om aan de BMR te voldoen. Als gevolg daarvan houdt EONIA per januari 2022 op te bestaan en wordt vervangen door de *Euro Short Term Rate* (€STR), die wordt beheerd en gepubliceerd door de Europese Centrale Bank (ECB). Hoewel goedkeuring van €STR volgens de regels van de BMR niet nodig was, omdat centrale banken zijn uitgezonderd, past de ECB de IOSCO-principes wel toe bij de productie ervan (ECB, 2019a). EURIBOR kon in tegenstelling tot EONIA wel afdoende worden hervormd: de nieuwe methodologie is inmiddels goedgekeurd door de toezichthouder en sinds begin 2020 in gebruik. De aanpassingen aan beide benchmarks worden hieronder toegelicht.

KORTLOPENDE BENCHMARKS: VAN EONIA NAAR €STR

Voor de centrale bank zijn rentebenchmarks zowel belangrijk vanuit financiële stabiliteitsoverwegingen, maar ook omdat korte geldmarktrentes (waaronder EONIA) als doelvariabele voor het monetaire beleid worden gebruikt. De ECB besloot in 2017 een eigen ééndaags referentietarief te ontwikkelen: €STR (zie Kader 1). Belangrijkste reden hiertoe was dat dit tarief als een *backstop* zou kunnen functioneren in het geval de private sector niet in staat zou blijken om EONIA te hervormen.

Toen duidelijk werd dat EONIA niet hervormd kon worden, heeft de *Working group on euro risk-free rates* (WGRFR) in september 2018 aanbevolen om €STR te gaan gebruiken als de alternatieve rente in het eurogebied. Deze werkgroep is begin 2018 opgericht, om private partijen bij elkaar te brengen om – als belangrijkste gebruiker van rentebenchmarks – met oplossingen te komen voor de benchmarktransitie. De ECB voert het secretariaat. De groep houdt zich bezig met een ordentelijke transitie van EONIA naar €STR. Dit doet zij met marktbrede aanbevelingen voor *best practices*, maar ook door het identificeren van complicaties die gepaard gaan met de transitie, bijvoorbeeld op het vlak van risicomanagement, derivaten en accounting. Tevens heeft de WGRFR een rol bij de hervorming van EURIBOR, wat hieronder verder wordt toegelicht.

LANGERLOPENDE BENCHMARKS: HERVORMING VAN EURIBOR

EURIBOR-tarieven worden dagelijks door EMMI gepubliceerd voor verschillende looptijden (variërend van 1-week tot 12-maands). Als resultaat van een herzieningsexercitie is EURIBOR hervormd tot een tarief dat voldoet aan de BMR, en kan dus blijven bestaan. Waar de oude EURIBOR-tarieven uit *quotes* van panelbanken bestonden, worden deze nu zoveel mogelijk gebaseerd op transacties. Enkel indien te weinig transacties op een dag voorhanden zijn, wordt dit aangevuld met zogenaamde *expert judgement* van de panelbanken (zie Kader 2 voor een toelichting op de nieuwe methodologie).

Kader 2: Nieuwe EURIBOR-methodologie

EURIBOR is gebaseerd op bijdrages van een panel van 18 Europese banken, waaronder ING als Nederlandse bank. Door de herziening van de methodologie wordt EURIBOR niet langer gebaseerd op *quotes* van de panelbanken, maar op een 'waterval'-methodiek met verschillende 'levels'. EURIBOR-tarieven zijn nu gebaseerd op de definitie "*the rate at which wholesale funds in euro could be obtained by credit institutions in the EU and EFTA countries in the unsecured money market*". Hieronder vallen onder meer ongedekte deposito's en uitgiftes van commercieel papier. Concreet betekent dit dat EURIBOR niet langer een interbancair tarief is, omdat ook ongedekte inleentransacties van niet-bancaire financiële instellingen worden meegenomen in het tarief. Hierdoor zijn meer transacties beschikbaar om een benchmark op te baseren dan enkel interbancair. Overigens heeft dit door de aanwezigheid van termijn-, liquiditeits-, en kredietrisicopremies in EURIBOR, niet tot dezelfde verlaging in het tarief geleid als bij de overgang van EONIA naar €STR.

Panelbanken leveren dagelijks voor iedere looptijd transacties aan (zogenaamde Level 1-input). Indien weinig tot geen transacties hebben plaatsgevonden, wordt gekeken naar zogenaamde 'Level 2'-transacties. Dit betreffen transacties met een afwijkende looptijd (Level 2.1), geïnterpoleerde rentes (2.2) of historische Level 1-bijdrages (2.3). Indien banken geen transacties hebben die kwalificeren als Level 1 of Level 2, treedt Level 3 in werking. Dit betreffen transacties in andere geldmarktsegmenten vergelijkbaar met de ongedekte geldmarkt (o.a. EURIBOR futures, swaps) die via modellen en *expert judgement* vertaald worden naar EURIBOR-*fixings*.

EURIBOR is cruciaal verklaard voor het Europese financiële stelsel door de Europese Commissie (Europese Commissie, 2016), en moet daarom door de relevante toezichthouder goedgekeurd worden. Aangezien EMMI een private Belgische instelling is, is de relevante toezichthouder de *Financial Services and Markets Authority* (FSMA) in België. In juli 2019 keurde FSMA EMMI als beheerder van de hervormde variant van EURIBOR goed (FSMA, 2019).

ROBUUSTHEID HERVORMDE EURIBOR

Het begin van de coronacrisis toont dat ook de hervormde EURIBOR-methodologie kwetsbaar is onder extreme markt-omstandigheden, zoals opdrogende marktliquiditeit. Toen de bancaire markt voor commercieel papier opdroogde, liepen EURIBOR-tarieven op (Bats et al., 2020), hetgeen door de ‘waterval-methodiek’ mogelijk in stand gehouden of zelfs versterkt wordt. In ‘normale’ marktomstandigheden is EURIBOR al grotendeels gebaseerd op historische data, soortgelijke markten en *expert judgement* (Figuur 3a). Het verder opdrogen van de markt voor langere looptijden zorgt dat banken nog meer op deze indicatoren leunen, bijvoorbeeld omdat panelbanken gedurende een periode geen transacties afsluiten.

Door afname van het aantal transacties in ongedekte geldmarkten tijdens de crisis, daalde ook het aandeel transacties waarop EURIBOR is gebaseerd, vooral voor de langere looptijden. Zo daalde het aandeel transacties in 6-maands EURIBOR onder 10% (Figuur 3b). Ook vóór de coronacrisis was dit aandeel met zo’n 20-30% overigens al vrij laag, wat duidt op een inherente kwetsbaarheid door het ontbreken van een actieve onderliggende markt. Dit lage aandeel transacties komt door dezelfde redenen als bij EONIA (nieuwe regelgeving, strikter risicomanagement en ruim monetair beleid). De vraag is dus in hoeverre de hervormde EURIBOR de onderliggende kwetsbaarheid voldoende adresseert.

TRANSITIE-UITDAGINGEN

De benchmarktransitie kent de komende maanden twee primaire uitdagingen: i) de transitie van EONIA naar alternatieven die voldoen aan de vereisten van de BMR; ii) het vinden van terugvalopties voor EURIBOR. Uiterlijk 1 januari 2022 moeten beide zaken geregeld zijn. DNB en de AFM monitoren de rentebenchmarktransitie de komende tijd scherp vanwege het grote belang.

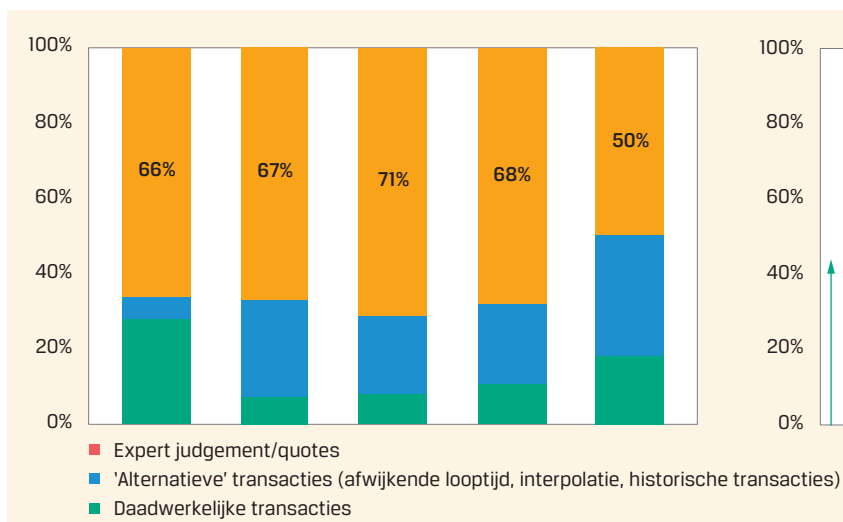
UITERLIJK 1 JANUARI 2022 MOET DE FINANCIËLE SECTOR IN HET EUROGEBIED VOLLEDIG OVER ZIJN OP RENTEBENCHMARKS DIE VOLDOEN AAN DE VEREISTEN VAN DE *BENCHMARKS REGULATION*

Doordat EONIA niet hervormd kon worden naar een benchmark die voldoet aan de BMR, stopt EMMI met de publicatie hiervan. Lopende contracten die verwijzen naar EONIA kunnen niet simpelweg worden herschreven, omdat bijvoorbeeld een renteswap een *zero sum* product is: zelfs het kleinste verschil in niveau of volatiliteit tussen de oude en nieuwe referentierente, zal één partij benadelen en de ander bevoordelen. EONIA wordt in contracten met een waarde van tienduizenden miljarden gebruikt als referentierente. Daardoor is de transitie naar €STR voor lopende contracten een uitdaging. Daarnaast spelen bijvoorbeeld operationele issues, zoals het aanpassen van (interne) waarderingssystemen die gebruik maken van oude benchmarks.

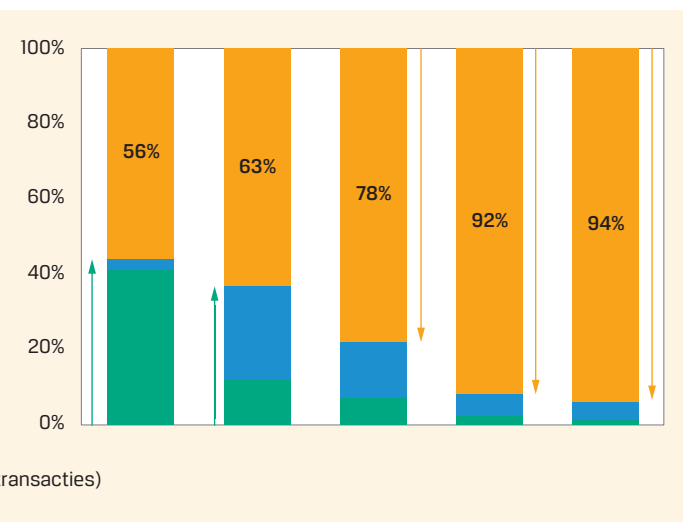
Om een zo soepel mogelijke overgang van EONIA naar €STR te borgen, heeft de WGRFR aanbevolen op korte termijn EONIA

Figuur 3
Samenstelling EURIBOR

3a: EURIBOR-niveaus in januari 2020



3b: EURIBOR-niveaus in april 2020



Bron: EMMI, 2020a,b

te 'hervormen' tot €STR plus een vaste spread van 8,5 basispunt. Deze nieuwe definitie van EONIA is per oktober 2019 ingegaan, en loopt tot eind 2021. Sinds oktober 2019 leveren EONIA-panelbanken dan ook geen input meer voor EONIA, maar is wel een tarief voorhanden onder de naam EONIA. Dit faciliteert dat bestaande contracten uitgediend kunnen worden, en marktpartijen tijd hebben om langerlopende contracten om te zetten naar €STR. Onderliggend zijn ook grote structurele wijzigingen noodzakelijk, bijvoorbeeld in de onderliggende rente die Central Clearing Parties (CCP's) rekenen. Dit was EONIA, maar is inmiddels omgezet naar €STR.

Ook Nederlandse instellingen zijn grootgebruiker van rentebenchmarks. Hoewel het onmogelijk is een precies getal te geven, blijkt uit een inventarisatie van DNB en de AFM onder pensioenfondsen, verzekeraars en de kleine banken dat contracten met een nominale waarde van bijna 400 mrd euro verwijzen naar EONIA (AFM/DNB, 2020). Daarvan loopt zo'n 45% na 2021 af. De ECB doet momenteel een soortgelijke exercitie voor de grote Nederlandse banken, waardoor het totale aantal contracten dat naar EONIA verwijst naar verwachting dus nog hoger ligt. Vanwege de stopzetting van EONIA kan vanaf 2022 voor deze contracten geen rente meer bepaald worden. Contractpartijen zullen daarom een terugvaloptie (*fallback rate*) moeten opnemen in het contract, zodat deze contracten doorgang kunnen vinden, of het contract herschrijven naar een benchmark die na 2021 beschikbaar is. Van de EONIA-contracten die aflopen na 2021, was medio 2020 slechts 17% voorzien van een terugvaloptie. De inventarisatie van DNB en de AFM laat zien dat medio 2020 de meeste contracten naar alternatieve rentebenchmarks (dan EONIA) refereren, vooral naar EURIBOR. Voor contracten die verwijzen naar €STR hoeft overigens geen terugvaloptie te worden aangewezen, aangezien de BMR niet van toepassing is op rentebenchmarks van centrale banken.

De contractuele transitie-uitdagingen zijn bij EURIBOR een stuk kleiner dan EONIA. EURIBOR blijft in aangepaste vorm immers bestaan. Desalniettemin betreft een belangrijk openstaand punt in de benchmarktransitie om een terugvaloptie voor EURIBOR te vinden. De meeste contracten die naar EURIBOR verwijzen, zijn namelijk nog niet voorzien van een terugvaloptie, hetgeen wél verplicht wordt gesteld door de BMR. Het kiezen van een terugvaloptie is essentieel, maar niet vanzelfsprekend en wordt daarom hieronder verder uitgewerkt.

NOODZAAK VOOR TERUGVALOPTIES VOOR EURIBOR

Bij rentebenchmarks bestaat het risico dat ze in de toekomst ophouden te bestaan, bijvoorbeeld door het opdrogen van de onderliggende markt, zoals in het geval van EONIA. De IOSCO-aanbevelingen en de BMR schrijven dan ook voor dat terugvalopties moeten worden opgenomen in contracten die verwijzen naar cruciale benchmarks. De WGRFR zoekt daarom naar terugvalopties voor EURIBOR, om voorbereid te zijn op een scenario waarin EURIBOR zou ophouden te bestaan. Dit risico bestaat bijvoorbeeld als de relevante toezichthouder (nu: FSMA, vanaf 2022 de *European Securities and Markets*

Authority, ESMA) zou besluiten dat de hervormde EURIBOR niet langer aan de vereisten van de BMR voldoet. Het gebrek aan onderliggende transacties ten tijde van de coronacrisis zou hiervoor een aanleiding kunnen zijn.

Tevens verdwijnen IBOR's in de rest van de wereld. Zo wordt in de VS aangeraden om (USD) LIBOR te vervangen door de *Secured Overnight Financing Rate* (SOFR) terwijl in het VK (GBP) LIBOR vervangen wordt door de hervormde *Sterling Overnight Index Average* (*reformed SONIA*). In eerste instantie was het de bedoeling dat LIBOR-panelbanken tot eind 2021 zouden blijven bijdragen aan LIBOR, waarna het tarief voor alle looptijden en valuta ophoudt te bestaan. Voor USD-LIBOR is de overgang overigens uitgesteld als gevolg van corona. Zo blijft LIBOR in de VS bestaan tot juni 2023, al mogen na 2021 geen nieuwe contracten op LIBOR worden afgesloten, om de transitie te bespoedigen.

NAAST DE OPERATIONELE UITDAGING OM ALLE EONIA-CONTRACTEN TIJDIG AAN TE PASSEN, ZIJN HET VINDEN VAN EEN TERUGVALOPTIE VOOR EURIBOR EN HET ADRESSEREN VAN EVENTUELE LEGACY ISSUES DE BELANGRIJKSTE OPENSTAANDE PUNTEN IN DE BENCHMARKTRANSITIE

Gegeven dat LIBOR in andere jurisdicties ophoudt te bestaan, is het voor 'Europa' zaak om het soortgelijke EURIBOR heel stevig neer te zetten om twijfel hierover weg te nemen. Het laat tevens het belang zien van robuuste terugvalopties voor het geval EURIBOR toch op zou houden te bestaan. Hieronder worden de kenmerken geschetst waar een alternatief idealiter aan voldoet, evenals een aantal opties.

KENMERKEN VOOR EURIBOR-TERUGVALOPTIES

Een terugvaloptie voor EURIBOR moet in ieder geval objectief de onderliggende markt meten. Dit is het best te bewerkstelligen indien een tarief is gebaseerd op voldoende onderliggende transacties. Daarnaast heeft een alternatief voor EURIBOR idealiter een termijnpremie, om de waarde van tijd adequaat te beprijzen. EURIBOR is ontstaan uit de behoefte aan een variabele termijnrentevoet voor leningen, die niet wordt weergegeven in bijvoorbeeld een ééndagstarief als €STR. Deze behoefte bestaat doordat betalingen op een lening vastgezet worden voor bijvoorbeeld 6 maanden, en na deze 6 maanden opnieuw op basis van dan geldende markttrentes worden vastgelegd.

Liquiditeits- en kredietrisicopremies, die nu in EURIBOR zitten, zijn daarentegen idealiter juist géén onderdeel van een risicovrije referentierente. Dergelijke premies zouden onderdeel moeten zijn van de opslag op een benchmark, bijvoorbeeld bij een lening aan een minder kredietwaardige tegenpartij, maar niet van het tarief zelf. Tot slot is het ideale termijntarief 'voor-

Tabel 1
Kenmerken van mogelijke terugvalopties voor EURIBOR

Kenmerken \ type benchmark	Oude EURIBOR	Huidige EURIBOR	OIS Curve o.b.v. €STR (optie 1)	Gedekt tarief (optie 2)	€STR-terugkijkend (optie 3)	€STR (optie 4)
Objectiviteit (i.e. gebaseerd op transacties)	X	~	✓	✓✓	✓✓	✓✓
Risicovrij (i.e. afwezigheid liquiditeits-/kredietrisicopremie)	X	X	✓	✓	✓	✓
Adequate beprijzing van tijd (i.e. reflectie termijnpremie)	✓	✓	✓	X	~	X
Vooruitkijkend	✓	✓	✓	X	X	X
Andere bezwaren			Minder transparante markt	Rol onderpand in beprijzing		

Noot: betreft de belangrijkste kenmerken waar een termijrentebenchmark idealiter aan voldoet, kenmerken zijn gerangschikt op volgorde van belang. De weging van vinkjes tussen verschillende kenmerken zijn niet één op één te vergelijken en het totaal geeft dus niet automatisch de voorkeursoptie.

uitkijkend’, omdat dit zekerheid geeft voor toekomstige betalingen. Als een bedrijf een lening afsluit tegen bijvoorbeeld 6-maands EURIBOR plus een opslag, weet het op dat moment wat aan het eind van de periode de verschuldigde rente is. Indien een ‘terugkijkend’ termijntarief wordt gebruikt (bijvoorbeeld de gemiddelde termijrente over de looptijd van de lening), is dat pas bij de daadwerkelijke rentebetaling duidelijk. Dit kan leiden tot problemen in de kasstromen en het liquiditeitsmanagement van partijen.

MOGELIJKE EURIBOR-TERUGVALOPTIES

Op basis van deze kenmerken bestaan vooralsnog vier mogelijke terugvalopties voor EURIBOR:

- 1) Het gebruik van de Overnight Index Swap (OIS)-curve
- 2) Een gedekt tarief
- 3) Een ‘terugkijkend’ tarief op basis van €STR
- 4) Referenties naar EURIBOR vervangen door €STR

Tabel 1 geeft een overzicht in hoeverre deze opties voldoen aan de hierboven geschetste wenselijke kenmerken van een terugvaloptie; hieronder worden de voor- en nadelen van iedere optie in meer detail beschreven.

1) DE OIS-CURVE

De €STR OIS is de waarde van de vaste ‘poot’ in de swapmarkt, dus de prijs die betaald (ontvangen) wordt om voor een bepaalde periode de variabele poot, €STR in dit geval, te ontvangen (betalen). In tegenstelling tot EURIBOR zou hier enkel een termijnpremie in zitten, zonder risico op oplopende kredietrisico- of liquiditeitspremies. Een nadeel is dat dit tarief niet uit daadwerkelijke transacties zou bestaan, maar uit verhandelbare quotes (prijzen waarop daadwerkelijk gehandeld kan worden). Het verschil tussen een verhandelbare quote en een quote zoals in de oorspronkelijke EURIBOR is dat een marktpartij zich committeert aan het handelen op de quote. Bij de oude EURIBOR was het een inschatting waartegen een bank ongedekt geld kon inlenen, zonder dit daadwerkelijk te (hoeven) doen. In combinatie met veranderingen in MiFID II en de *Market Abuse Regulation* elimineert dit het risico op manipulatie van de benchmark dan ook bijna volledig. Bovendien is niet pre-

cies duidelijk hoe diep deze markt op een gegeven moment is. Partijen kunnen hun bieding namelijk snel terugtrekken, waardoor het volume minder diep is dan bij daadwerkelijke transacties. Wel is duidelijk dat OIS-volumes (dus volumes die handelen tegen de betreffende quotes) aanzienlijk hoger liggen dan EURIBOR-volumes. Zo meldt LCH – de belangrijkste centrale partij voor afhandeling van rentederivaten in Europa – een dagelijks EUR-OIS volume van honderden miljarden, al schommelt dit van dag tot dag en is niet openbaar hoeveel hiervan bestaat uit langere looptijden (LCH, 2021). Ter vergelijking: het onderliggende volume aan 3-maands EURIBOR bedraagt minder dan EUR 6 miljard in één gehele maand (EMMI, 2020b).

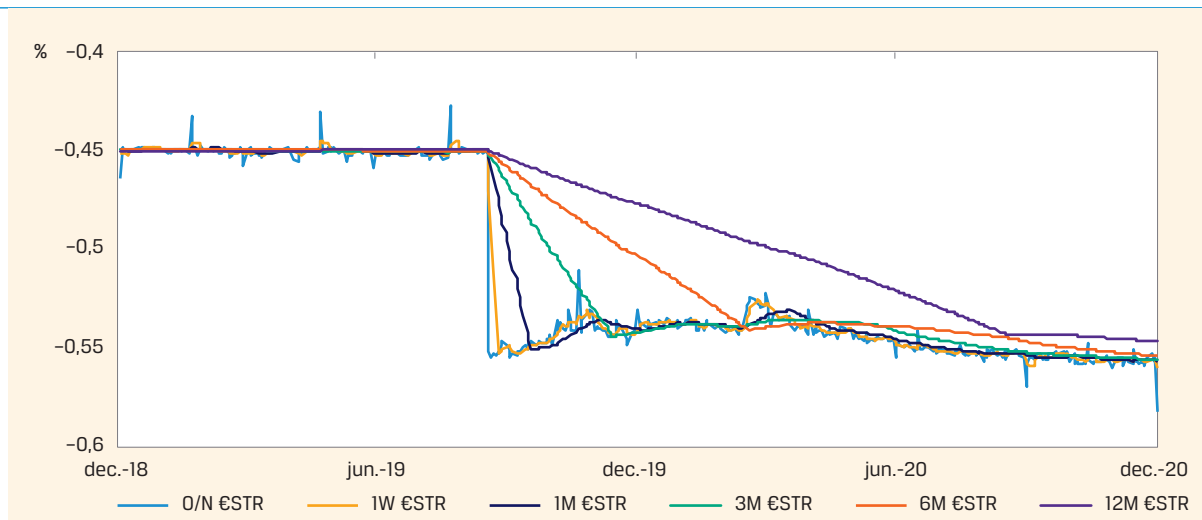
2) EEN GEDEKT TARIEF

Het transactievolume in het Europese gedekte segment van de geldmarkt is veel groter dan het ongedekte segment (zie bijvoorbeeld ECB, 2019b). Dit is echter geen homogene markt, door heterogeniteit in Europees onderpand. Dit maakt het gebruik van een gedekt tarief als referentierente in Europa dan ook lastig, omdat fluctuaties ook veranderingen in het gebruik van het onderliggende onderpand kunnen reflecteren. Bovendien spelen onderpandschaarste en kwartaal- en jaareinde effecten een rol bij een gedekt benchmarktarief, waarmee de volatiliteit toeneemt (zie ook ECB, 2018). Dit zijn de voornaamste redenen dat een gedekt tarief niet is aangewezen als opvolger van EONIA door de WGRFR. Tot slot vinden ook gedekte transacties voornamelijk kortlopend plaats: ca. 90% heeft een looptijd van maximaal 1 week.

3) EEN TERUGKIJKEND TARIEF OP BASIS VAN €STR

Doordat €STR dagelijks beschikbaar is, kan een voortschrijdend gemiddelde genomen worden om tot een terugkijkende termijrente te komen. Dit heeft de voorkeur van een meerderheid (58%) van respondenten op een recente WGRFR-consultatie, al bestaan hierbij wel verschillen tussen type producten (ECB, 2020). Uiteindelijk wordt hierbij ook de formule voor deze benchmark publiek beschikbaar. Figuur 4 laat ongeveer zien hoe dit uitpakt voor verschillende looptijden. Een groot nadeel van terugkijkende rentes is dat achteraf pas bekend is welke

Figuur 4
Terugkijkende €STR
voor verschillende
looptijden



rente is verschuldigd is over een bepaalde periode, en dat deze geen termijnpremie bevat.

4) GEBRUIK VAN €STR (ZONDER TERUG- OF VOORUITKIJKENDE COMPONENT)

Een alternatieve optie zou zijn om EURIBOR-termijntarieven te vervangen door *overnight* €STR. Deze optie is makkelijk uitvoerbaar, doordat €STR dagelijks beschikbaar is. De behoefte aan een variabele rente voor leningen is niet noodzakelijk een behoefte aan een variabele *termijn*rente. EURIBOR reflecteert nu termijn- en liquiditeits- (en kredietrisico)premies. Deze premies zouden niet noodzakelijk onderdeel hoeven zijn van de referentierente die een consument of bedrijf betaalt op een lening, maar enkel van de opslag op die referentierente (e.g. €STR + een x aantal basispunten). Nadeel hieraan is dat iedere dag een tarief op een lening aangepast zou moeten worden. Alternatief is dat het tarief bijvoorbeeld één keer per drie maanden wordt vastgesteld voor de betreffende lening, maar het nadeel daaraan is weer dat de dag waarop dit plaatsvindt een significante invloed krijgt. De optie met een terugkijkende component is dus stabiel.

**DEZE OPENSTAANDE PUNTEN LIGGEN
PRIMAIR BIJ PRIVATE FINANCIËLE
INSTELLINGEN, DIE DAN OOK ALLE ZEILEN
BIJ ZULLEN MOETEN ZETTEN OM DE
TRANSITIE ORDELIJK EN TIJDIG AF TE
RONDEN**

Een aanvullende *no-regret* optie is uitbreiden van het EURIBOR-panel. Dit kan bijvoorbeeld door deelname verplicht te stellen voor alle banken die dagelijks hun geldmarkttransacties aan de ECB rapporteren (momenteel 50). De vraag is echter in hoeverre deze optie EURIBOR voldoende robuust zou maken om toekomstbestendig te zijn, omdat het volume aan onderliggende transacties nog steeds beperkt blijft.

HAALBAARHEID TERUGVALOPTIES

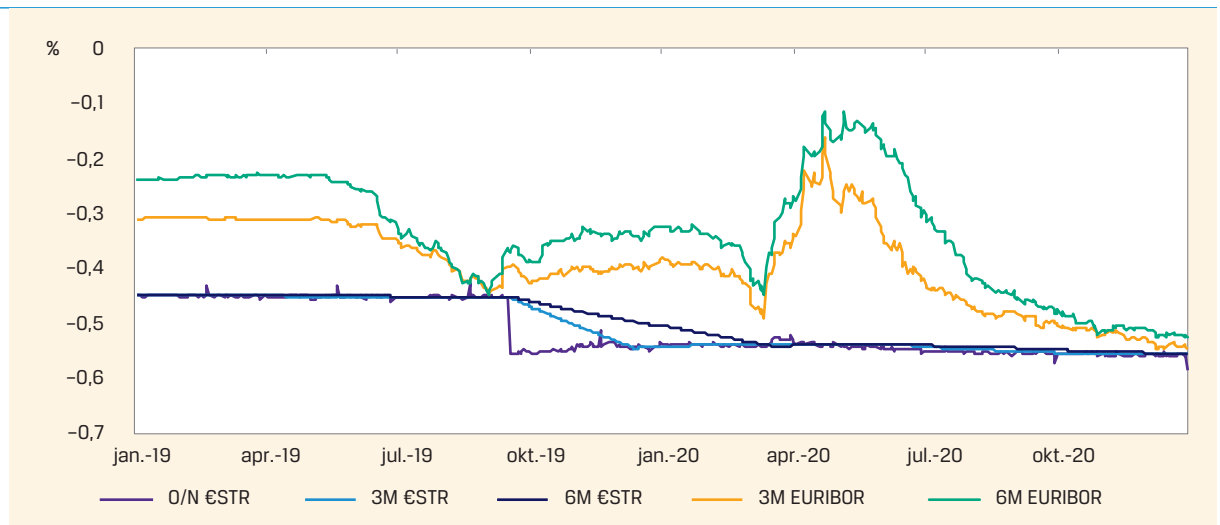
Naast de inhoudelijke kenmerken, moet ook de haalbaarheid van de geschetste alternatieven worden meegewogen. Uiteindelijk zal de WGRFR (in samenspraak met de sector) een tarief voordragen als beste terugvaloptie voor EURIBOR. Terugvalopties op basis van €STR lijken het meest haalbaar. €STR is beschikbaar en bestaat volledig uit daadwerkelijke transacties. Met een voortschrijdend gemiddelde zou een terugkijkende benchmark gedestilleerd kunnen worden uit de *overnight* €STR (Figuur 4). Een alternatief zou zijn om de OIS-curve te gebruiken, gezien de behoefte aan een tarief met een (vorm van) termijnpremie. Daarbij is het voordeel van de OIS-curve dat het vooruitkijkend is, maar het nadeel dat minder inzichtelijk is wat het daadwerkelijk onderliggende volume is.

De alternatieven hebben mogelijk nadelige financiële gevolgen voor de waardering van bestaande posities, mocht EURIBOR ophouden te bestaan. Daardoor is de manier waarop *legacy issues* worden afgehandeld een groot onderdeel van het kiezen van een alternatief. Alternatieven op basis van €STR(-OIS) zouden door de afwezigheid van liquiditeits- en risicopremies lager uitvallen dan EURIBOR (Figuur 5). Gezien de vele contracten die naar EURIBOR verwijzen, zijn ook hier de *legacy issues* een belangrijke overweging. Het is dan ook aan te raden dat de WGRFR bij het aanwijzen van terugvalopties – en net als bij de transitie van EONIA naar €STR – uitgangspunten opstelt hoe hier het best mee omgegaan kan worden. Hier ligt ook een rol voor brancheorganisaties zoals de *International Swaps and Derivates Association* (ISDA) en *Loan Market Association* (LMA), die *best practices* voor bepaalde contractvormen kunnen aanbevelen, om als nieuwe marktstandaard te dienen.

CONCLUSIE

De afgelopen jaren is veel werk verzet door zowel publieke als private partijen om de benchmarkhervorming in het eurogebied tot een succes te maken. De komende maanden zijn echter cruciaal voor de soepele en succesvolle afronding van de overgang op nieuwe benchmarks. Daarbij zijn de overgang van EONIA op €STR en het kiezen van een terugvaloptie voor EURIBOR de meest prangende vraagstukken. *Legacy issues*

Figuur 5
EURIBOR versus
terugkijkende €STR



moeten daarbij worden geïdentificeerd en opgelost. De private sector, onder aanvoering van de WGRFR, moet een terugvaloptie voor EURIBOR vaststellen en samen met brancheorganisaties een protocol opstellen hoe omgegaan moet worden met *legacy issues*, mocht gebruik van de terugvaloptie noodzakelijk blijken.

Rentebenchmarks hebben grote waarde voor het financiële systeem door standaardisatie en algemene acceptatie, hetgeen bijdraagt aan lage transactiekosten. Het is daarom belangrijk dat een terugvaloptie voor termijntarieven ook breed geaccepteerd wordt. Het Eurosysteem heeft de handschoen opgepakt met de introductie van €STR, nu is het aan de private sector om het tweede gedeelte van de benchmarkhervorming en de daarbij horende transitie tot een succes te maken.

Literatuur

- Autoriteit Financiële Markten (AFM) en De Nederlandsche Bank (DNB), 2020 – AFM en DNB: werk aan de winkel met de rentebenchmarktransitie, Artikel en rapport op: <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2020/november/werk-rentebenchmarktransitie>
- Bats, Hudepohl en Petersen, 2020 – De coronacrisis laat zien dat de geldmarkt niet zonder haar fondsen werkt, ESB 105(4792), 585-587. Artikel op: <https://esb.nu/esb/20061195/de-coronacrisis-laait-zien-dat-de-geldmarkt-niet-zonder-haar-fondsen-werkt>
- DNB, 2019 – DNBulletin: Nieuwe referentierente legt basis voor vertrouwen in financiële markten, Beschikbaar via: <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archieef/DNBulletin2019/dnb385645.jsp>
- European Central Bank (ECB), 2018 – First public consultation by the working group on euro risk-free rates on the assessment of candidate euro risk-free rates, Rapport op: https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/cons/euro_risk-free_rates/consultation_details_201806.en.pdf
- ECB, 2019a – Overview of the euro short-term rate (€STR), op: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_short-term_rate/html/eurostr_overview.en.html
- ECB, 2019b – Euro money market study 2018, Rapport op: https://www.ecb.europa.eu/pub/euromoneymarket/html/ecb.euromoneymarket201909_study.en.html#toc1

- ECB, 2020 – Feedback on two public consultations by the working group on euro risk-free rates on fallbacks to EURIBOR, Samenvattingen beschikbaar op: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.summaryresponsespublicconsultation ESTRWGonEURIBORfallbackrates~b5af670561.202102.pdf> en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.summaryresponsespublicconsultation ESTRWGonEURIBORtriggerevents~e61e54d75b.202102.pdf>
- European Money Market Institute (EMMI), 2020a – EURIBOR Transparency Indicators Reports January 2020, Rapport op: <https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0040A-2020%20-%20EURIBOR%20Transparency%20Indicators%20-%20January%202020.pdf>
- EMMI, 2020b – EURIBOR Transparency Indicators Reports April 2020, Rapport op: <https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/Transparency%20Indicators/D0146A-2020%20-%20EURIBOR%20Transparency%20Indicators%20-%20April%202020.pdf>
- EMMI, 2020c – EURIBOR Transparency Indicators Reports November 2020, Rapport op: <https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0427A-2020%20-%20EURIBOR%20Transparency%20Indicators%20-%20November%202020.pdf>
- Europese Commissie, 2016 – Commission Implementing Regulation (EU) 2016/1368 of 11 August 2016 establishing a list of critical benchmarks used in financial markets pursuant to Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council, op: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32016R1368>
- Financial Stability Board (FSB), 2014 – Reforming Major Interest Rate Benchmarks, Rapport op: https://www.fsb.org/2014/07/r_140722/
- Financial Services and Markets Authority (FSMA), 2019 – The FSMA authorises EMMI as administrator of the EURIBOR benchmark, Artikel op: <https://www.fsma.be/en/news/fsma-authorises-emmi-administrator-euribor-benchmark>
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2013 – Principles for Financial Benchmarks, Rapport op: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>
- LCH, 2021 – Swapclear volumes by product, te vinden op: <https://www.lch.com/services/swapclear/volumes>
- Working Group on Euro Risk Free Rates (WGRFR): https://www.ecb.europa.eu/paym/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/html/index.en.html
- WGRFR, 2018 – Update on quantitative mapping exercise, Presentatie op: https://www.ecb.europa.eu/paym/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/shared/pdf/20180420/2018_04_20_WG_on_euro_RFR_Item_4.1_Quantitative_mapping_exercise_EONIA-Euribor.pdf

Geef de HFT's meer credits

Interview door Ronald Kok

Recent had Albert Menkveld,^{1,2,3} hoogleraar Finance aan de VU in Amsterdam, een interview met het FD⁴ over de rol van de flitshandelaren (ook wel high frequency traders (HFT) genoemd). Volgens Menkveld hebben flitshandelaren nog altijd te weinig krediet en is het zeker zaak om hun rol meer te waarderen. We spreken met Menkveld over de ontwikkelingen in de HFT-markt en waarom daar juist minder in plaats van meer regelgeving zou moeten zijn.

Menkveld was eerder als persvoorlichter werkzaam bij KLM. De link vanaf KLM met de beurswereld was er door de dubbele notering van het aandeel: in Amsterdam en New York en het aandeel had bij beide beurzen min of meer dezelfde volumes. De raad van bestuur vroeg zich toen af waar nu eigenlijk de waarde van het aandeel KLM echt werd bepaald. Dit vraagstuk triggerde hem om zich hier meer in te verdiepen en zijn proefschrift ging daarom ook niet toevallig over de gefragmenteerde handel.

Imago is key

Menkveld besprak in zijn interview met de FD-journalist Mathijs Rotteveel de zaak rondom de gesneuvelde eekhoorns bij KLM waar hij persvoorlichter was. KLM kwam destijds zwaar onder vuur te liggen omdat de beestjes geruimd werden, maar er was geen andere keuze bleek achteraf. Het gevolg: een boete van 80.000 gulden en een extra omzetverlies van circa 25 miljoen gulden. Als de media destijds beter geïnformeerd had, dan was het allemaal niet zo uit de hand gelopen.

Menkveld ziet hier parallellen met de HFT-wereld waar het beeld van de buitenwereld vaak veel te negatief is. Vaak is er het beeld dat HFT-bedrijven zouden profiteren van lagere prijzen die de particulier niet kan krijgen. Maar volgens hem is dat beeld onterecht. Veel van de kritiek komt ook door het, volgens Menkveld weliswaar fantastische, boek 'Flash Boys'⁵ (2014) van Michael Lewis dat vooral de negatieve kanten van de HFT-wereld liet zien. Dit is volgens Menkveld zeker terecht, maar er zijn ook voldoende voordelen aan de aanwezigheid van de HFT-bedrijven. De enorme winstmarges van de HFT-bedrijven zijn trouwens grotendeels verleden tijd. Doordat de bedrijven hun processen steeds verder optimaliseerden (qua letterlijke afstand tot de beurs, qua hardware etc.) zijn de winstmarges verder afgenomen: alle partijen hebben ook hetzelfde product.

Concurrentieslag op gebied van snelheid en grootte

Daarnaast is het ook al lang niet meer zo dat het software is die de transacties berekenen en uitvoeren. De processen lopen nu vooral direct vanaf het moederbord aldus Menkveld. HFT bedrijven zijn steeds meer techbedrijven geworden die zich heel erg op de optimalisatie van hun infrastructuur richten, oftewel de 'hardware'. Het gaat natuurlijk om het 'intern' verspreiden van de signalen van de data (bijvoorbeeld naar de vestigingen in Frankfurt, Londen, New York etc.). Hier wordt de slag vooral door de datasnelheid

gewonnen. Grote datapakketten moeten dus zoveel mogelijk gecomprimeerd worden omdat de bandbreedtes voor iedereen beperkt zijn. "Het is hier wel een uitruil, het signaal kan wel sneller maar dan wordt het wellicht wel kleiner" aldus de hoogleraar.



Foto: Yvonne Compier

Albert Menkveld is hoogleraar Financiën aan de Vrije Universiteit Amsterdam en is verbonden aan het Tinbergen Instituut. In 2002 promoveerde hij op Tinbergen aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Hij was meerdere jaren op bezoek bij verschillende Amerikaanse scholen (NYU, Wharton en Stanford). De onderzoeken van Albert zijn gericht op de effectenhandel, liquiditeit, prijsvorming en financiële econometrie. Hij publiceerde in verschillende academische tijdschriften, zoals Journal of Finance, Journal of Financial Economics en Review of Financial Studies. Albert is Associate Editor bij de Review of Asset Pricing Studies en een Research Fellow bij het Centre for Economic Policy Research (CEPR). Menkveld publiceert regelmatig over de High Frequency Trading (HFT) -wereld en staat momenteel op de eerste plaats bij het ESB-bulletin.

HFT-bedrijven drukken transactiekosten

"Door de komst van de HFT-bedrijven heeft de particuliere belegger erg veel voordeel: zo zijn de handelstarieven door de toegenomen concurrentie gedaald en zijn de bied-laag spreads gedaald" zo stelt Menkveld. In het FD-interview stelt de hoogleraar dat door de opkomst van de HFT-bedrijven de kosten van clearing met zo'n 50 procent gedaald zijn. De transactiekosten zijn ook met tientallen procenten gedaald zo schat hij in. "De concurrentie tussen de beurzen was nooit van de grond gekomen zonder de inbreng van flitshandelaren, die de prijzen tussen de verschillende platformen gelijktrekken" zo liet het FD optekenen.

Nieuwe beurzen welkom

Door de opkomst van nieuwe beurzen, zoals TOM en Chi-X, werden de grote (inefficiënte) monopolistische beurzen als Euronext op scherp gesteld en ontstond er een prijzenoorlog waarvan de beleggers juist profiteerden. TOM hield echter in 2017 op te bestaan⁶ en Chi-X werd in 2011 onderdeel van BATS Global Markets.⁷ Er is dus zeker ruimte voor nieuwe platformen want op deze manier kunnen de grote spelers zoals Euronext en NYSE scherp gehouden worden. Het opzetten van een nieuwe beurs is 1 ding maar het laten overstappen van handelaren is een stuk onzekerder. Menkveld stelde dat ook de grote handelaren nu eenmaal een bias hebben richting hun 'vaste beurs'. "Ook al was het handelen op TOM of Chi-X goedkoper dan nog ging de handel er niet massaal naartoe: een coördinatiefrictie" aldus Menkveld. Het is dus cruciaal dat er een bepaalde minimum aanwezigheid van handelaren is, ook al zou de nieuwe markt goedkoper zijn. Menkveld verwacht dat er vroeg of laat weer nieuwe partijen op zullen staan om nieuwe concurrerende beurzen te starten. Hij noemt dit logische en natuurlijke processen die de markten verder aan kunnen scherpen.

Toezicht verder automatiseren

Menkveld, die onder andere de AFM adviseert, ziet dat de markten in fases steeds meer geautomatiseerd worden. Van het fysieke beursplein naar een server en van menselijke brokers naar algoritmes. De bal ligt nu bij de toezichthouders om ook een grote automatiseringsstap te maken aldus de hoogleraar. Met de enorm ontwikkelde IT is het in principe relatief eenvoudig om alle transacties en biedingen heel helder in kaart te krijgen. Menkveld verwijst hiermee bijvoorbeeld naar data science methoden die in zijn ogen bij de toezichthouders nog veel te weinig (of überhaupt niet) worden ingezet. De datasets zijn in principe al aanwezig en dit niet oppakken ten behoeve van beter toezicht is zonde.

Wanneer de toezichthouders op dit punt zouden verbeteren zouden ze een veel stevigere grip op de markten kunnen hebben. Nu wordt er pas onderzoek gestart (bijvoorbeeld bij voorkennis) nadat een en ander al geschied is. Met het veel beter in kaart hebben van ook de bied- en laatorders (dus niet alleen de gerealiseerde orders) kunnen de toezichthouders veel beter hun werk doen aldus Menkveld. Verder is er ook vanuit de data uit de clearinghoek nog veel aan inzichten te winnen.

'Gamestopification' zorgelijk

De hele affaire rondom Gamestop-gate⁸ (Menkveld noemt de 'gamefication' van de markten zorgelijk) is een heel goed voorbeeld

van hoe troebel het allemaal kan verlopen. Eén van de regels in de effectenwereld is dat je de prijs van een aandeel niet mag beïnvloeden in je eigen voordeel. Of deze wet bij deze affaire overtreden is, is echter nog onduidelijk. "Manipulatief handelen is niet toegestaan en alle uitingen hierbij op de sociale media maakt deze affaire natuurlijk sowieso discutabel" aldus Menkveld.

Het aandeel Gamestop werd behoorlijk geshort door grote partijen dit tot tegenzin van vooral de kleine millennials en fans van het bedrijf die juist daarom het aandeel massaal gingen kopen. Dit werd allemaal op het sociale mediaplatform Reddit⁹ gemeld en tot grote frustratie van Menkveld liet de SEC dit lopen. Niet dat Menkveld voor ingrijpen bij Gamestop pleitte. Via de sociale mediakanalen wordt waardevolle informatie wel op een presenteerblaadje aangeboden, maar te weinig gebruikt door de toezichthouders. Menkveld heeft zorgen of de toezichthouders op dit moment technisch capabel zijn om al deze datastromen te kunnen verwerken. Dit geldt trouwens niet alleen voor Nederland maar ook voor de meeste andere landen waarbij de VS echter voorop loopt.

Menkveld noemt dit enorme gemiste kansen en ziet op deze twee gebieden: sociale media en de beurswereld grote kansen om via data science de zaken aan elkaar te knopen. Dus welke beleggers deden welke transacties en wat posten zij op de sociale mediakanalen. De uitbijters van deze analyse zijn dan redenen om het verder uit te zoeken aldus Menkveld. Hij gaat er daarom absoluut vanuit dat de toezichthouders dit pad op gaan.

Mogelijkheden om transacties te analyseren:

1. Ontleden transacties: wie heeft er veel geld verdiend, wie heeft er veel gehandeld etc.
2. Uitzoeken postings sociale media

Mochten hier opmerkelijke transacties uit blijken die dus ook qua sociale media-uitingen verdacht zijn dan kunnen dit zeker valide cases voor de rechter zijn aldus Menkveld. Door dit doorlopend te monitoren kunnen toezichthouders continu een thermometer in de markt hebben. Wanneer toezichthouders zo dus dichterbij de bal zitten zal de transparantie van de markt fors kunnen stijgen. Zodoende kunnen ze bij incidenten zoals bij Gamestop ook veel adequater ingrijpen. Een belangrijke en eenvoudige variabele om naar de volumes te kijken is de Herfindahl-index.¹⁰ Hiermee kunnen toezichthouders beoordelen of er een goede balans is tussen aantallen kopers en verkopers. Menkveld roemt verder de SEC die al ruim 100 quants in dienst heeft puur gericht op het in kaart brengen van alle variabelen op dit vraagstuk. Deze afdeling werd destijds opgericht als reactie op de flashcrash¹¹ in 2010 waarbij het veel te lang duurde voordat de markt in de gaten had wat er precies aan de hand was.

Marktmachtniveau's

Om de verschillende niveaus van marktmacht in de markt te kunnen onderscheiden pleit Menkveld ervoor om bijvoorbeeld met een simpel kleurensysteem te werken: groen, geel en rood. Als het aantal participanten in de markt zeer geconcentreerd raakt, de Herfindahl hoog is, dan is er mogelijk reden tot zorg (licht springt van groen naar geel). Als dit gepaard gaat met grote volatiliteit en

hoge bruto winsten van een dominante speler, dan is er reden om er dieper in te duiken (licht springt van geel naar rood). Speelt de dominante speler nog steeds volgens de regels? Wordt de prijs niet "gemanipuleerd"? Laat ik wel duidelijk zeggen dat al deze informatie vertrouwelijk blijft en enkel door de toezichthouder gezien wordt.

Minder regels, meer toezicht

De markten zijn enorm gefragmenteerd en het hele ecosysteem is vrij ingewikkeld geworden. Dan komt al snel de roep om meer en nieuwe regels. Toch is het volgens Menkveld eerder zaak om juist de regelgeving niet uit te breiden. Meer regelgeving werkt eerder vertroebelend en het is juist zaak om wetten te vereenvoudigen. Dit kan dus echter alleen als de toezichthouders steviger op de bal zitten (lees via bijvoorbeeld data science).

Concreet raadt Menkveld toezichthouders dus aan om:

- Toezicht opschalen
- Regelgeving vereenvoudigen

Hoe minder regelgeving er is en hoe eenvoudiger deze zijn, hoe meer capaciteit er is om het toezicht goed uit te voeren aldus de hoogleraar. De (wild)groei aan regelgeving is vooral ook een antwoord uit Europa waarbij er na schandalen vaak geroepen wordt om meer regelgeving, terwijl dit niet perse de beste oplossing is. Al deze regelgeving moet opgesteld worden, er moet stevig gelobbyd worden, vervolgens wordt er gezocht naar gaten in de nieuwe regels, etc. Deze cyclus kost echter zeer veel energie, tijd en daarmee geld. Menkveld pleit voor een vereenvoudiging van regelgeving om zo het systeem overzichtelijker te houden en daarmee beter controleerbaar. *"In theorie wordt het systeem dan efficiënter"* zo stelt Menkveld die zich op dit gebied een roepende in de woestijn voelt. Maar deze leemte deert hem niet. Vanuit zijn academische positie wordt het namelijk juist van hem geëist om kritisch naar zaken te kijken. Vanuit de industrie vindt Menkveld echter wel wederhoor, want veel (HFT) bedrijven hebben bataljons aan juristen zitten die ook allemaal betaald moeten worden.

Vooraf wanneer regelgeving in Europa gelijk getrokken wordt ontstaan er nog betere en efficiëntere financiële markten. *"Als je eenmaal een organisatie hebt dan kun je het bij dezelfde regelgeving dus makkelijk uitrollen in andere Europese landen"* aldus Menkveld, die zich een kritische pro-Europeaan noemt. Hij betreurt het daarom dat de Britten uit de EU zijn vertrokken. De Britten waren met betrekking tot financiële zaken sterk internationaal gericht, terwijl bijvoorbeeld de Fransen meer nationaal gericht zijn (Menkveld was eerder werkzaam bij de Franse toezichthouder de AMF).¹² Het Amerikaanse model: van 1 toezichthouder (SEC) voor alle Amerikaanse staten is een goed voorbeeld voor Europa. Hier vertegenwoordigt de ESMA die functie volgens Menkveld is het op de goede weg.

Onderzoek naar prijsdruk

Het betitelen van 'risico' door middel van volatiliteit is volgens Menkveld veel te kort door de bocht. Het automatisch stoppen van de handel bij een te hoge volatiliteit is volgens hem dan ook niet perse een goede keuze. *"Sprongen in volatiliteit horen nu eenmaal bij de handel, want de handel schuift als het ware mee met de perceptie van de waarde van de onderliggende waarde"* aldus Menkveld. Er

kan echter wel sprake zijn van wat hij noemt 'slechte volatiliteit'. Dit zijn gevallen waarbij prijzen doorschieten en dan weer terugkeren. Dergelijke koerspatronen zouden volgens de hoogleraar gemeten moeten worden. Bij dergelijke koersextremen is het tijdelijk stilleggen van de handel zeker een optie. Dit kan via een circuit breaker. Maar het gebruik van de circuit breaker gebeurt nog steeds niet optimaal, want bij aandelen die meerdere noteringen op andere beurzen hebben gaat de handel gewoon door. Menkveld zou gelijke regelgeving hiervoor toejuichen, maar dit wordt al snel complex bij ETF's, futures en de valutahandel. Hij verwees hiervoor naar de Zwitserse Franc en het moment dat de Zwitserse centrale bank plotseling aankondigde het maximum niveau (de 'cap' oftewel plafond) van haar munt ten opzichte van de euro los te laten.¹³ Toen kon de munt wel in cashmarkt verhandeld worden maar in de futuresmarkt ging juist continu de circuit breaker aan. Door de interconnecties is dit probleem van het overal kunnen pauzeren dus zeker niet eenvoudig.

Groot data-onderzoek Stoxx 50

Tot slot gaf Menkveld aan bezig te zijn met een heel groot data-project: #fincap:¹⁴ dit onderzoek, dat gedaan wordt door meer dan 100 academici wereldwijd, heeft betrekking op de Stoxx 50 futures op de Eurex. Deze markt geldt als één van de grootste en meest liquide ter wereld.

Het fincap-onderzoek met geanonimiseerde data gaat na:

- tegen welke prijzen werd er gekocht en verkocht, gemeten in milliseconden
- was de transactie voor eigen rekening gedaan of voor de eindklant
- wat zijn de trends in de afgelopen 20 jaar

Op deze manier kan bijvoorbeeld in kaart gebracht worden wat het percentage aan transacties van de eindklanten nu daadwerkelijk is. Stel dat dit laag is, dan wordt er als het ware vooral met dozen geschoven in de tussenhandel. Deze vorm van onderzoek, ook wel 'community science' genoemd, wordt dus met dezelfde data gedaan maar alle onderzoekers mogen hun eigen onderzoeksmethoden, software hanteren. Het eindresultaat is dan de gemiddelde waarde van alle onderzoeken bij elkaar. Door dus alle onderzoeksresultaten te bundelen is er een veel krachtiger eindresultaat. Dit onderzoek op deze schaal is de eerste in haar soort in de economie.

Noten

- 1 <https://twitter.com/albertjmenkveld>
- 2 <https://albertjmenkveld.com/>
- 3 <https://research.vu.nl/en/persons/aj-menkveld>
- 4 <https://fd.nl/beurs/1367651/flitshandelaren-moeten-rekening-houden-met-onderbuikgevoel-gewone-beleggers>
- 5 https://en.wikipedia.org/wiki/Flash_Boys
- 6 <https://www.reuters.com/article/tom-shutdown>
- 7 <https://nl.wikipedia.org/wiki/Chi-X>
- 8 <https://fd.nl/beurs/1372706/toezichthouders-en-politiek-duiken-op-reddit-beleggers-hjb1caCFVTKI>
- 9 <https://www.reddit.com/t/gamestop/>
- 10 <https://nl.wikipedia.org/wiki/Herfindahl-index>
- 11 https://en.wikipedia.org/wiki/2010_flash_crash
- 12 <https://www.amf-france.org/en>
- 13 <https://www.ftm.nl/artikelen/zwitserland-schrijft-historie-met-verbreken-koppeling-zwitserse-franc-aan-euro>
- 14 <https://fincap.academy/>

Een keurmerk: ook voor duurzaam beleggen van belang!

Interview door Frederik Mannaerts en Ronald Kok

We spreken met Randy Pattiselanno over de toegenomen regelgeving in de financiële wereld.¹ Ook hier is de vergroeningstrend duidelijk zichtbaar.

*De hoeveelheid regelgeving lijkt zich op te stapelen.
Hoe kunnen institutionele beleggers de 'rode draad' vinden?
Hoe kunnen zij er zeker van zijn dat zij 'compliant' zijn
(of kunnen zijn)?*

Dit is buitengewoon lastig want het is eigenlijk niet 100% vast te stellen dat je als asset manager 100% compliant bent. "Het is dus in wezen een illusie" om dit met 100% zekerheid te zeggen aldus de jurist. Als asset manager moet je aan enorm veel regelgeving voldoen. Hij verwijst naar de regelgeving op sectoraal niveau die al fors is. Voorbeelden van omvangrijke sectorale regelgevingen zijn UCITS, AIFMD, MiFID, en de kapitaaleisen uit IFR/IFD. Daarbij komt de wetgeving die niet sectoraal bepaald is en ook een grote impact heeft op asset managers. Denk aan SRD II (Shareholder Rights Directive), maar in het bijzonder de groeiende Europese duurzaamheidsregelgeving. Al deze regelgeving heeft op één of andere manier invloed op je organisatie.

De gelaagdheid van Europese regelgeving maakt het geheel nog complexer. Bij Europese regelgeving worden eerst de normen op hoofdlijnen vastgesteld. Dat kan via een Europese Verordening die rechtstreeks kan worden toegepast of via een Richtlijn. Richtlijnen moeten nog worden omgezet in nationale wetgeving en kunnen ook nationale uitzonderingen bevatten. Verordeningen en richtlijnen worden vaak weer in detail uitgewerkt in uitvoeringsregels. Maar als deze uitvoeringsregels nog te weinig handvatten bieden, dan kunnen de Europese toezichthouders of nationale toezichthouders hier verder invulling aan geven door middel van Q&A's. Schematisch ziet dit er als volgt uit:

Level 1 Hoofddregels

Level 2 Uitvoering

Level 3 Q&A's van nationale en internationale toezichthouders

De level 3 Q&A's van ESMA of nationale toezichthouders, zoals de AFM, maken het nog moeilijker om te kunnen aftekenen of je voor 100% compliant bent. Level 3 kan volgens Pattiselanno achteraf voor (andere) interpretaties zorgen. "Ook al heb je alles voor level 1 en 2 in orde dan nog kan een toezichthouder achteraf zeggen dat je, met de publicatie van een Q&A, bepaalde zaken toch anders had moeten toepassen. Dit is een continue dynamiek" zo onderstreept hij. Deze opstapeling van regelgeving vergt daarom erg veel

expertise en een goede helicopterview over het brede scala van wet en regelgeving.

(Europese) Regelgeving wordt steeds onduidelijker

Er is nog een andere reden waarom Europese regelgeving steeds meer onderhevig is aan interpretatie volgens Pattiselanno. Vooral de invloed van het Europees parlement op Europese wetgeving heeft tot gevolg dat zaken 'losser worden opgeschreven'. Hierdoor



Randy Pattiselanno was eerder werkzaam als jurist bij onder andere PwC en ABN AMRO (private banking), vanwaar hij tevens een tijdje gedetacheerd is geweest bij de Nederlandse Vereniging van Banken. Ook was hij docent bij de Registeropleiding voor Financieel Recht aan de Universiteit van Amsterdam. Sinds eind 2018 is Pattiselanno werkzaam als manager strategy & regulatory affairs bij de Dutch Fund and Asset Management Association (DUFAS) waar hij zich onder andere richt op duurzaamheidsdossiers, met name de Europese duurzaamheidsregelgeving, het klimaatcommitment, en dossiers die verband houden met distributie en informatieverstrekking aan klanten, zoals MiFID II en PRIIPs.

ontstaan er steeds meer interpretatievraagstukken. Dit heeft ook tot gevolg dat er soms onderwerpen naar voren komen die strikt genomen niet in een bepaalde wet thuis horen. Hoewel Pattiselanno de verdergaande Europese harmonisering van wetgeving toejuicht, kan een compromis tussen 27 lidstaten al gauw tot suboptimale uitkomsten leiden.

Als voorbeeld noemt Pattiselanno de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR). Daar wordt bijvoorbeeld individueel vermogensbeheer als een financieel product gezien, waar dit in MiFID wordt gekwalificeerd als een financiële dienst. Verder worden zaken in het duurzaamheidspectrum nu gereguleerd die voorheen niet gereguleerd werden. Dit maakt de dynamiek van interpretaties nog complexer. De duurzaamheidsregelgeving is daarom dus ten delen nog een onontgonnen juridisch gebied. De onduidelijkheid over de toepassing van bepaalde begrippen uit de SFDR heeft implementatie bemoeilijkt. Maar gelukkig hebben ook de Europese toezichthouders dit erkend en dit aangekaart bij de Europese Commissie.

SFDR: laat zien wat je doet

Pattiselanno verwacht dat partijen die al voor inwerkingtreding van SFDR een duurzaamheidsbeleid hadden een gap-analyse hebben verricht. Zij hebben hun uitgangspositie getoetst aan de eisen van SFDR (in hoofdlijnen). Nu nog alleen level 1, maar straks moeten zij dit doen aan de hand van de gedetailleerde regels van level 2. In de kern vraagt SFDR je duurzaamheidsclaim te onderbouwen. Je zult inzichtelijk moeten maken in welke mate en wijze je duurzaamheid in je beleggingsproces en portefeuille integreert. Bij SFDR gaat het erom de transparantie rond duurzaamheid te vergroten en te werken naar meer standaardisatie. Dit met het doel om greenwashing tegen te gaan.

SFDR heeft impact op de manier waarop due diligence in de beleggingsketen wordt uitgevoerd. Ook de Non-Financial Reporting Directive (NFRD) is daarbij belangrijk. Hoe zie je de wisselwerking tussen SFDR voor beleggers, en Non-Financial Reporting voor ondernemingen? En hoe werken zij in elkaar?

Een wisselwerking en afhankelijkheid tussen enerzijds de beursgenoteerde bedrijven en anderszijds de fondsenindustrie is er zeker aldus Pattiselanno. Ondanks dat SFDR logischerwijze meer het sluitstuk is van de Europese duurzaamheidsregelgeving wordt het wel als eerste geïmplementeerd. En dat is op zich vreemd. Want als fondsbeheerder heb je eerst duurzaamheidsdata van de bedrijven nodig zodat je een goede afweging kunt maken of je erin wilt beleggen en of je er goed over kunt rapporteren conform (de eisen van) SFDR. Het aanleveren van goede, betrouwbare data van bedrijven die onder de NFRD vallen is essentieel.

Groot tekort aan ESG-data

Pattiselanno ziet SFDR als een belangrijke katalysator voor het behalen van de Europese duurzaamheidsdoelen, maar constateert dat voor implementatie de ESG-data van ondernemingen verbeterd moet worden. Daarentegen vreest Pattiselanno dat bijvoorbeeld assetmanagers misschien eerder geneigd zullen zijn aandelen te kopen van ondernemingen die hun ESG-data al volledig op orde hebben. Vanuit praktisch oogpunt maar ook vanuit de vrees om

door beleggers op hun duurzaamheidsclaim te worden aangesproken. Volgens hem kan dit zelfs leiden tot een averechtse selectie: bedrijven die in werkelijkheid een schone voetprint hebben maar kwantitatief en kwalitatief niet voorlopen in hun ESG-data, zouden minder gekocht kunnen worden. Denk bijvoorbeeld aan kleine tot middelgrote ondernemingen.

Pattiselanno denkt dat de duurzaamheidsregelgeving, zoals SFDR en de Europese taxonomie, minder zal kunnen leiden tot goed-nieuwsshow van de bedrijven omdat de ESG-data die ze moeten rapporteren gestandaardiseerd is.

DUFAS heeft een position paper opgesteld over duurzaamheid. Aangaande de vereisten die uit SFDR voortkomen (bijvoorbeeld de keuzes voor comply-or-explain) geven jullie de voorkeur aan een transitieperiode. Zou je dat kunnen toelichten? Hoe lang zou die transitieperiode moeten duren?

"Het is niet zozeer dat wij een specifieke transitieperiode voorstellen. Ook niet voor de SFDR. Wij willen hiermee alleen maar tot uitdrukking brengen dat het optimaal kunnen voldoen aan Europese regelgeving een 'evolving proces' is. De Level 1 laag van SFDR, van kracht per 10 maart, bestaat uit het -op hoofdlijnen- uitdragen van een ESG-focus" zegt Pattiselanno. Pattiselanno verwacht dat de start van SFDR het dataprobleem rondom ESG-data verder zal aanwakkeren. Hij verwacht niettemin dat het probleem omtrent de breedte en de kwaliteit van ESG-data in de loop van der jaren minder zal worden. Dat kost tijd en Pattiselanno vindt het goed dat de Europese Commissie werkt aan de opzet van ESAP (European Single Access Point), waar een database voor het verzamelen van ESG-data de hoogste prioriteit moet krijgen.

SFDR stevige ESG trigger

SFDR is mede bedoeld om greenwashing tegen te gaan: gaan bepaalde asset managers voorzichtig zijn, of hun duurzaamheidsclaims realiseren/overtreffen? Hoe safe willen partijen gaan zitten?

Dat is een goede vraag. In aanloop naar implementatie van SFDR constateerden wij wel een dilemma voor asset managers. Hoe classificeer je je huidige fondsenpalet? Deel je je fonds in als een zgn. artikel 8 product, beleggingsfondsen die ESG karakteristieken promoten (lichtgroen), als een zgn. artikel 9 product, beleggingsfondsen die duurzame beleggingen als beleggingsdoelstelling hebben (donkergroen) of geen van beiden, als een zgn. artikel 6 product (grijs)? Enerzijds moet je als asset manager een accuraat beeld geven van het duurzaamheidsprofiel, anderzijds wil je niet door de wetgever op de vingers worden getikt dat je niet hebt voldaan aan de vereiste product disclosures. Bij gebrek aan duidelijke markering in de productclassificatie van SFDR kan je dus te veel of te weinig doen. Dat is een dilemma. Met het oog op de toekomst ziet Pattiselanno dat het minder aannemelijk is dat producten die niet als duurzaam worden gekwalificeerd (artikel 8 en 9) worden opgenomen in duurzame portefeuilles. "Dat is een belangrijke trigger" aldus de jurist. Hij verwacht dat de SFDR dus een stevige boost zal zijn richting het steeds groener beleggen.

Ook aangaande het EU Ecolabel stelt DUFAS een meer granulaire rating voor. Kan je uitleggen waarom dit noodzakelijk is? Zou in een dergelijk systeem de threshold ook worden verhoogd voor de hoogste categorie? En wordt dan het probleem van greenwashing wel echt ondervangen?

Het Ecolabel ziet toe op de Europese taxonomie waarin economische activiteiten zijn gespecificeerd die ecologisch duurzaam zijn. Het label is bedoeld voor de retailbelegger. De opzet is dat een fonds een Ecolabel krijgt op basis van (onder andere) een minimum percentage beleggingen die voldoen aan de EU taxonomie. Hoe hoog moet die drempel zijn? Eén van de eerste voorstellen was dat een fonds minimaal 18% duurzame beleggingen moet hebben (de rest van portefeuille kan dan in theorie 'bruin' zijn). In de discussie is deze drempel omhoog gegaan naar een percentage van rond 40%-50% voor UCITS aandelenfondsen. Dat is een stap in de goede richting, maar het voorziet nog niet echt in duidelijkheid voor de retailbelegger, omdat het label wordt toegekend op het "pass or fail" systeem. Als je éénmaal voldoet aan de drempel, dan krijg je het label. Maar het label zelf maakt geen onderscheid tussen bijvoorbeeld een fonds dat voor 90% uit duurzame beleggingen bestaat en een fonds dat maar voor 40% duurzaam belegt.

Het Ecolabel zou fijnmaziger moeten zijn waarbij meer granulaire ratings een beter beeld geven hoe duurzaam een fonds daadwerkelijk is ("shades of green"). Pattiselanno ziet liever een Ecolabel dat lijkt op het energielabel van een wasmachine. Het is dan in één oogopslag helder hoe groen een belegging is. Zodoende wordt greenwashing tegengegaan. Dit geeft de retailbelegger meer inzicht in plaats van een aantal losse variabelen, die voortkomen uit de opstapeling van regelgeving en informatieverplichtingen.

Een meer granulaire classificatie brengt een (nog) grotere hoeveelheid van beschikbare informatie. Hoe kan een retailbelegger nog een effectieve keus maken?

Dat is een goede vraag. De particuliere belegger ziet waarschijnlijk door de bomen het bos niet meer. Zo zijn er de product disclosures op websites, de verschillende voorwaarden, de prospectussen, risicoprofielen, etc. De Europese commissie gaat in zijn algemeenheid kijken hoe de informatieverstrekking naar beleggers effectiever gemaakt kan worden. Dat moet ook zijn weerslag hebben op duurzaamheidsinformatie.

Ten tweede moeten de sector en wetgever meer nadenken op welke basis retailbeleggers hun beleggingsbeslissingen nemen. Hier zit frictie. De regelgeving stelt dat beleggingsbeslissingen op basis van prospectussen gebaseerd moeten worden. Maar uiteindelijk blijkt uit onderzoek dat retailbeleggers hier niet naar kijken. Hun kennis doen zij onder andere op in hun eigen netwerk: bij kennissen/vrienden/adviseurs. Welke parallellen kan je trekken met het kopen van een wasmachine? Consumentenonderzoek gaat toch vooral visueel en daarom is het verstandig om met korte en simpele informatiemethodes te werken zoals labels aldus Pattiselanno.

Aangaande de Principal Adverse Impact Indicators pleiten jullie voor een reductie van het voorstel van de Europese toezichthouders (in eerste instantie). Hoe hebben jullie deze eerste selectie gemaakt?

Dit vormde het grootste discussiepunt tijdens de consultatie van Europese toezichthouders over de SFDR uitvoeringsregels. Bij DUFAS hebben wij gekeken naar de oorspronkelijke 32 voorgestelde verplichte indicatoren (plus twee additionele indicatoren). Wij hebben met onze leden gekeken naar de volgende aspecten. Welke indicatoren vinden wij relevant? Waarvan zijn er goede data beschikbaar? Op basis van deze criteria, relevantie en beschikbaarheid, zijn wij tot een lijst van 11 verplichte indicatoren gekomen. De Europese koepel, EFAMA zat dacht ik op 6.

Je ziet dat de Europese toezichthouders het commentaar vanuit de markt, waaronder die van DUFAS, ter harte hebben genomen. In hun definitieve rapport over de level 2 van SFDR, hebben zij de lijst van 32 verplichte indicatoren teruggebracht tot 14. Dat zijn voor een groot deel ook de indicatoren die DUFAS had voorgesteld. De indicatoren die DUFAS niet had meegenomen, maar wel door de Europese toezichthouders, hebben betrekking op biodiversiteit, 'hazardous waste ratio' en de 'unadjusted gender pay gap'. Overigens had DUFAS biodiversiteit of de gender pay gap niet meegenomen vanwege het gebrek aan data, niet omdat wij dit niet belangrijk zouden vinden. Integendeel.

Welke impact heeft de duurzaamheidsregelgeving, de EU-taxonomie en SFDR in het bijzonder, op de interne organisatie van de asset manager?

Wat belangrijk is: duurzaamheidsregelgeving geeft aan dat duurzaamheid in het DNA van een organisatie moet gaan zitten. In de totale organisatie moet het doordrongen zijn, waar voorheen duurzaam beleggen een activiteit was van een handvol duurzaamheidsexperts. Duurzaamheid moet onderdeel worden van je vakbekwaamheid en kennis. Iedereen moet zich vergewissen dat dit onderdeel is van de 'business as usual'. SFDR triggert tevens de noodzaak dat activiteiten uit verschillende afdelingen van een assetmanager goed op elkaar moeten worden aangesloten. Hoe flexibeler een organisatie hiermee om kan gaan, hoe groter de kans is om het beter te doen dan de concurrentie.

In welke mate zal de product 'labelling' van asset managers op grond van de SFDR impact hebben op individueel vermogensbeheer en adviesportefeuilles van (retail) klanten die duurzaam willen beleggen?

Dit is sterk afhankelijk van het antwoord op de vraag hoe partijen dit gaan invullen. Het gaat zeker een impact hebben. Zeker als MiFID is aangepast. MiFID zal straks eisen dat je duurzaamheidsvoorkeuren meeneemt in je productontwikkelingsproces en dat je bij het verlenen van beleggingsadvies of het aanbieden van individueel vermogensbeheer altijd duurzaamheidsvoorkeuren uitvraagt. Wanneer de duurzaamheidsvoorkeuren bij klanten worden uitgevraagd, is het toch de verwachting dat het merendeel van de klanten 'ja' zegt. Wat kan je die klanten dan bieden?

Koppeling aan SFDR

Belangrijk is dat een distributeur MiFID II duurzaamheidsvoorkeuren moet gaan koppelen aan de SFDR-classificatie. Hoe dat precies eruit zal zien, weten wij op dit moment nog niet. Maar als dit 1-op-1 aanknoopt bij artikel 8 en 9 producten, dan kan dit betekenen dat producten die hieraan niet voldoen, mogelijk niet (meer) passend zijn in toekomstige portefeuilles. Dit gaat een impact hebben. Tevens gaat SFDR eisen dat op productniveau zal worden aangegeven welk percentage van een beleggingsfonds raakt aan de activiteiten uit de EU taxonomy.

Als de SFDR in werking treedt, dan wordt het uitvragen van het duurzaamheidsprofiel voor zowel de retail als de institutionele markt belangrijk. Pattiselanno denkt dat distributeurs duurzaamheidsprofielen zullen gaan opstellen vergelijkbaar met de huidige

risicoprofielen. Dat vraagt de nodige voorbereiding. Het advies van Pattiselanno is dat distributeurs nu al gaan nadenken over hoe ze de uitvraag naar klanten gaan doen.

Afrondend kunnen we concluderen dat het SFDR regelgeving is die de beleggingswereld een duw geeft om echt groener te worden. SFDR wordt de 'proof of the pudding' en kan een forse trigger zijn voor zowel de beleggingsindustrie als de eindbeleggers om steeds groener te beleggen. Pattiselanno stelt dat het echter wel een voortdurend proces zal zijn en verwacht dat duurzaamheidsregelgeving zich in de loop der jaren nog verder zal gaan ontwikkelen.

Noot

- 1 <https://www.fondsnieuws.nl/columns/andy-pattiselanno/stop-de-informatie-overload-voor-retailbeleggers>

Aim for green

A NEW REGULATORY REFORM AHEAD FOR FINANCIAL MARKETS

Peter Bouma en Richard Frehé

Currently financial markets are in the aftermath of implementing regulations which were initiated between 2007-2010 after earlier crises. The regulatory environment is settling down in relation to the aims of these regulations. Enhanced consumer protection measures as well as improved transparency, risk mitigation, central clearing, transaction reporting and many others are now embedded in financial institutions policies, procedures and systems. Limited time however is given since the go-live of MiFID II (2018), EMIR Refit (2019) and SFTR (2020) to evaluate these implementations, while the next new strategic theme on the regulatory calendar has been introduced: Sustainability.

The elements of Environmental, Social and Governance (ESG) will dominate the strategy and implementation calendar of the entire financial sector throughout the years to come. Within this concept, multiple regulatory initiatives already have been launched and this is only the beginning. With the first regulatory deadline already behind us (SFDR per 10 March 2021) time to evaluate previous implementations is limited. We do think some reflections are useful, given the previous regulatory overhaul, avoiding pitfalls when shifting focus on this important topic of sustainability.

What lessons can be learned in terms of implementation efficiency? How can we as a sector be more efficient while implementing new sustainability regulations and learn from the

past? This article aims to answer these questions. We start with a regulatory reflection and move into practical implementation lessons to be taken into account when moving towards the implementation of sustainability regulations in the years to come.

At the G20 summit in Pittsburgh in September 2009 it was concluded that the credit crises demonstrated the urge of reforms of the OTC-derivatives markets. These reforms included reporting of derivatives transactions to foster transparency, central clearing of derivatives, obligatory trading of derivatives on trading venues and exchange of margin for OTC-derivatives. Together these measures aimed to decrease global systemic risks.

Peter Bouma

Deputy director legal department Rabobank



Richard Frehé

Head regulatory change financial markets Rabobank



In Europe these reforms were implemented via the European derivatives regulation (also known as EMIR), and (parts of) the Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR).

Multiple other regulations were introduced by the European Commission (EC) such as:

- alternative investment fund managers were regulated by the AIFMD;
- investor protection rules and market infrastructure rules were worked out and detailed in MiFID II/ MIFIR;
- regulation on securities settlement and central securities depositories (CSD) can be found in the CSDR;
- pre contractual information to retail clients in PRIIPs;
- information disclosure and reporting requirements with regard to securities finance transactions in the SFTR.

Not only the number of regulations, but also the amount and complexity of requirements within these regulations make it safe to state that the financial markets faced an avalanche of regulatory initiatives. MiFID II/ MIFIR alone already includes over 30.000 pages of rules. What makes it even more complex, is that all financial markets regulators across the globe took action and introduced new financial markets regulations in their own approach, timeframe and not always in a coordinated way. For example, in the United States the reforms were implemented via the Dodd Frank Act (DFA) and with an extraterritorial scope. Despite the overlap in requirements with European regulations mutual recognition of each other's requirements is not equally available for all the requirements in these regulations. This resulted in European institutions having to implement both European as well as US requirements which among others impacted derivatives transactions between US and European counterparties.

DESPITE THE ACHIEVEMENTS MADE THERE ARE CHALLENGES AHEAD AND IMPROVEMENTS ARE REQUIRED

Having implemented all the measures derived from these regulations over the last decade, various positive impacts can be identified, including:

- the financial markets have become more transparent for regulators due to transaction reporting requirements from various regulations in relation to financial products;
- counterparty risks in the derivatives markets have been reduced by central clearing and mandatory exchange of both variation and initial margin;
- investor protection has been further enhanced, for instance by ensuring that only products are being distributed that have an identified target market for their clients.

Next to the positive effects of these new regulations, also some concerns are identified. This includes the central clearing obligation of EMIR, which resulted in additional risks on derivatives increasingly concentrated on a few central counter parties (CCP's). With the liquidity now being concentrated on these CCP's, this triggered a new systemic risk. To mitigate these new systemic risks, EMIR has now been reviewed to give supervisory authorities (in particular ESMA) more powers to

supervise systematically important CCP's. Because of the relevance of these systematically important CCP's, they also became politically important as we learned from Brexit and the discussion on UK CCP's. The continuation after Brexit of the use of UK CCP's by EU financial institutions is therefore still highly debated.

Also derived from the new regulations, investors were confronted with higher costs of services and products resulting especially in smaller retail investors concluding that certain services/ products are less accessible for them. E.g. investment services to retail investors became focussed on standardized portfolio management, investment funds or execution only services and less on (bespoke) investment advice. Due to the disclosure requirements, clients are now confronted with an overload of information which doesn't necessarily imply that they are better informed.¹

VARIOUS INSIGHTS AND SIDE-EFFECTS LED REGULATORS TO PARTIALLY REVISE THE REGULATIONS AND INTRODUCE REGULATORY RELIEFS, OR NOT...

The EC started to alleviate the regulatory burden over the last years. Various publications on these introduced financial markets regulations stipulated the need to review, acknowledging the feedback from the various market participants. When looking at EMIR refit, which was published on 17 June 2019, some deregulations are introduced. This included that smaller financial counterparties do not have to comply with the clearing obligation anymore and smaller non-financial counterparty do not have to report their derivatives transactions themselves.

OVER THE LAST TEN YEARS, REFORMS HAVE SIGNIFICANTLY IMPACTED FINANCIAL MARKETS THROUGH VARIOUS REGULATIONS SUCH AS MIFID II, AIFMD, EMIR AND PRIIPS

On 15 February 2021, a MiFID II quick fix has been announced, including less stringent cost disclosure rules in the wholesale market. A more fundamental review of MiFID II is expected at a later stage and will also deal with the infrastructure in the financial markets.

When looking at these regulations from a market-wide perspective, these regulatory reviews and refinements definitely provide some relief for certain parties. This relief however also entails that – among others – internal processes, systems, procedures, risk policies are to be amended again. When looking ahead, both regulators, financial institutions as well as investors could benefit from a “first time right” design and implementation of financial markets regulations.

IMPLEMENTING REGULATIONS AND REMAINING COMPLIANT COMES AT A PRICE

In order to become and stay compliant, financial parties had to set up large projects and developed various instruments in order to keep oversight. Examples in this regard are baseline documents including all the relevant requirements to facilitate implementation in policies, procedures, systems as well as audit trails to demonstrate how all these requirements were implemented. Such extensive implementations would typically be supported by or outsourced to law and consultancy firms with accompanying costs. Once implemented, risk and control frameworks have to be established, maintained and enhanced in order to continuously monitor if the organization is still compliant in the business as usual situation. Identification of potential deficiencies and remediation would trigger the continuous improvement of these regulatory implementations and increase the cost of control at the same time. Hence, both the implementation of new regulatory requirements and the maintenance of such frameworks going forward are a costly burden for the supervised financial institutions. One can imagine that especially for smaller firms it has become more and more challenging to keep afloat.

NEW REGULATIONS CHANGE THE FINANCIAL MARKETS LANDSCAPE AND INTRODUCE VARIOUS NEW PLAYERS – SUCH AS DATA SERVICES PROVIDERS – WHICH AIM FOR A PIECE OF THE PIE

To give an impression of the costs involved, the EC provided an estimate for MiFID II in 2011.² It was estimated to generate one-off compliance costs of between € 512 and € 732 million and ongoing costs of between € 312 and € 586 million. This represents one-off and ongoing cost impacts of respectively 0.10% to 0.15% and 0.06% to 0.12% of total operating spending of the EU banking sector. Consequently these costs shall be borne by the financial markets participants in scope of MiFID. These expenditures are additional to the already imposed costs at the time of the introduction of MiFID in 2007. These were estimated at 0.56% (retail and savings banks) and 0.68% (investment banks) of total operating spending while ongoing compliance costs were estimated at 0.11% (retail and savings banks) to 0.17% (investment banks) of total operating expenditure.

These figures are the estimations made by the EC and are considered to be on the low side when looking at the actual expenditures after implementing MiFID II and its further revisions.

The introduction of the various (revised) regulations also led to much new data to be produced and transmitted which created an earning model for new players. An example in this regard are so called “trade repositories” to which counterparties should

report their transactions and from which the reporting to various regulators is performed. These trade repositories (e.g. DTCC, Univista and RegisTR) were introduced to facilitate the reporting requirements under EMIR and SFTR. Another example are the “data reporting services providers” introduced to facilitate the reporting and transparency requirements under MiFIR. In the data providing area, to demonstrate compliance with the best execution rules of MiFID II, firms have to get data from third party suppliers which often is taken up by the trading venues. Next to the facilitation of the execution of transactions, collection and selling data has become a new important commercial activity for trading venues.

These new players and new functions in the financial markets infrastructure came at a price as well as additional dependencies on a limited number of providers in the market. The costs are paid by firms providing investment services/ investment activities, leading to higher prices and/ or less profit. At the same time these institutions are very much dependent on these trade repositories/ data reporting services providers performing the actual reporting to the regulators for them.

WITH ALL THIS DATA BEING REPORTED AND MADE AVAILABLE CENTRALLY, WHO'S REALLY BENEFITTING?

So far, the institutions in scope of these additional requirements have invested significant amounts to get these processes up and running. They however did not yet benefit from – for instance – using the market wide reported data in aggregated form or otherwise. Subsequently, only regulators are currently able to use this data where even they are not yet able to do so on a wider scale.

Because of the fragmented data streams created, the EC is likely to aim to establish a European public consolidated tape provider. This will probably be the European Securities and Markets Authority (ESMA) or linked to ESMA. This consolidated tape provider will consolidate data on transactions collected because of all the regulatory reporting requirements and made available to regulators and a wider audience for transparency reasons. It is expected that a public consolidated tape provider will result in lower prices on data with regard to financial instruments traded in the financial markets. Details have to be worked out in the framework of the review of MiFID II which will take place in 2021.

THE NEW STRATEGIC TOPIC: SUSTAINABILITY

While still in the middle of the regulatory reviews of financial markets regulations, the new strategic topic on the European calendar has already been introduced: Sustainability. For financial markets the impact relating to sustainability will primarily focus on Environmental, Social and Governance (ESG) factors that have to be taken into account for investments and economic activities.

Under the sustainability-umbrella various new regulatory initiatives are already being launched. The major triggers are in particular the 2015 UN 2030 and sustainable development goals, the Paris climate agreement, the Green deal of

11 December 2019 and the European Green Deal investment plan of 14 January 2020. The latter intending to mobilize at least 1 trillion euro (!) of investments for sustainability goals over the next decade. This can only be ensured by a massive redirection of investments to which financial institutions, investors and the real economy will have to contribute.

Major new regulations (proposed or already final) are among others:

- the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) which seeks to increase transparency on how financial market participants integrate sustainability risks and opportunities into their investment decisions and recommendations;
- the taxonomy regulation which establishes the criteria for determining the level of contribution to environmental objectives for specific economic activities;
- the EU green bond standard supporting the green bond market growth and promoting its transparency and integrity;
- regulation on sustainable benchmarks systematically evaluating the sustainability performance of various elements used while implementing sustainability measures;
- MiFID II ESG to implement ESG in risk management, product governance and suitability;
- amendments of the Non-Financial Reporting Directive (NFRD) to include information on sustainability to be disclosed by companies.

This is just an overview of what is already known to be implemented over the coming years and it is just a tip of the sustainability iceberg.

THE FINANCIAL SECTOR SHOULDN'T UNDERESTIMATE THE QUANTITY AND THE COMPLEXITY OF THE SUSTAINABILITY REGULATIONS

Next to the quantity and complexity, there is also a strong political pressure to implement these regulations as soon as possible. Because of the high-speed pace, the regulations are not always carefully drafted in full alignment with other regulations. A good example is the SFDR of 27 November 2019, which had a first date of application on 10 March 2021. It was clear that the level II regulation with all the relevant details would not be finalized and officially published before that date. Even though the European Supervisory Authorities (ESA's) encouraged the EC to reconsider³ the application date of the SFDR, the EC chose not to postpone. This creates a lot of uncertainty as proper implementation can only be done when the more detailed guidance in Level II regulation is final and sufficient time is given to implement these. On the first application date of 10 March 2021 only implementation on high level could be done based on the level I regulation. The level I regulation is also awaiting further clarification on certain

important elements. The ESA's sent a letter to the EC on 7 January 2021 with a list of quite fundamental but not exhaustive lacks of clarity with regard to SFDR level I.⁴ One could wonder why the EC insisted on implementation on 10 March 2021 while there were so many lacks of clarity and only level I regulation was available for implementation.

WHAT LESSONS CAN BE LEARNED WHEN STARTING THE CHALLENGE OF IMPLEMENTING THE SUSTAINABILITY REQUIREMENTS?

The size, complexity, lack of clarity and political pressure on quick implementation are a given. But with the extensive experience in the market place being available at both the level of regulators as well as within the financial institutions, there is much to gain from the lessons learned while implementing previous regulations. The key question is *"how will we jointly be able to do so, and be more (cost)efficient in implementing the upcoming sustainability regulations while realizing the ambitions as set forth in these regulations?"*.

We believe that there are three main pillars of interest to focus on:

1. joint efforts and market wide baseline setting;
2. spend costs for the right purpose and focus on profitability;
3. better use of data output as generated by market participants.

1. JOINT EFFORTS AND MARKET WIDE BASELINE SETTING

Sustainability regulations rather seem to focus on effective measures to instigate the market to move towards sustainability goals especially by redirecting investments.

For example, the SFDR is meant to disclose sustainability information to investors. One could expect these disclosures to be focussed on sustainable products in order to make transparent to investors whether these products are really "green" (in line with the aim and definitions following the SFDR). However next to disclosures on green products, the SFDR requires financial market participants and financial advisors to gather detailed information and to provide disclosures on entity level. These disclosures should inform investors on principal adverse impact of investment decisions and financial advice on sustainability factors (article 4 of the SFDR)⁵ When the level II SFDR regulation is final, detailed qualitative and quantitative disclosures will have to be made based on various indicators.⁶ This includes financial market products and advice without any sustainable goals. In order to prevent to issue negative principal adverse impact statements, market participants/ financial advisers could be stimulated to focus more on green investments.

It is also good to mention that the regulators request financial market participants to describe their actions taken and which aim to avoid or reduce principal adverse sustainable impact in their investments.⁷

Next to discussion of the SFDR on how to interpret, the Dutch Association of Banks went a step further. The complexities and lack of clarity of the SFDR required a different approach.

Subsequently, on behalf of a large group of Dutch banks, a law firm was involved and instructed to extract the requirements out of the SFDR in so called baselines and give guidance as much as possible. As the SFDR level I and II and the interpretations will evolve over time, these baselines will have to be updated at a later stage.

Looking at this specific example the first lesson learned has already been put into practice, saving a significant amount of money for institutions; jointly set the legal baseline for the regulatory implementations. This joint effort helps to:

- get grip and joint understanding on this complex regulation;
- create an overview of the detailed requirements and an understanding in the market of these requirements;
- can serve as a verified basis for an audit trail proving implementation of the regulation;
- create a solid basis for a joint approach and implementation of the legal baselines without affecting the necessary commercial freedom of parties in the market;
- be cost efficient as well as consistent throughout the market;
- facilitate discussions with regulators on the implementation.

Not only for the sustainability regulations can this be seen as a best practice but also for other regulations in the sector. This approach is already quite often used in the US and with success.

2. SPEND COSTS FOR THE RIGHT PURPOSE AND FOCUS ON PROFITABILITY

The ESG regulations seem to have similarities with the EU financial market regulations issued after the credit crisis 2008 and the Euro crisis 2010 and which have an impact on the costs involved with implementation. For the coming years, the costs of implementation itself will be significant and is expected to be at least equivalent to the implemented regulations over the last ten years. The similarities are related to for instance:

- the ESG regulations form an avalanche of regulations with high complexity;
- financial market participant will become more dependent on third parties to get the necessary data to comply with ESG regulations;
- the regulations are shifting into an area which is greenfield for the majority of market participants;
- investments in new (technological) structures will be required,
- support of law firms and consultants will likely to be required,
- internal capacity working on the change will again be significant.

Markets participants stressed in several occasions that – when drafting regulation and especially the more detailed level II regulation – cost efficiency should be taken into account by the (European) regulators.⁸

These additional costs for doing business could interfere with another strategic and essential element dominating the agendas of market participants; the focus on improving the cost-income ratio. Especially in current market circumstances where among others low interest rates are putting the cost-income ratios

under pressure, investing in regulatory implementations does not immediately contribute to these ambitions. Having to invest a significant amount of money to adhere to the new ESG-standards comes at a price and will lead to further pressure on the feasibility of cost-benefit ambitions. Subsequently, it is to be decided by institutions whether or not these costs are well spent or if discontinuation of products and/or services is the better option.

Unfortunately these are not the main elements of impact in relation to costs and profitability. A more fundamental shift is being triggered. One has to face the facts that if the product and services portfolio is to be gradually transferred to new characteristics (more or only green), other products or services might become (partially) obsolete due to misalignment with ESG-standards. Also clients and social pressure could demand shifting towards the characteristics of services rather than profitability. In that case it becomes a challenge to keep a balance between improving the sustainability character of the product portfolio and return on investments for clients. For instance investing in regions outside Europe could be profitable but do not meet the European sustainability standards.

3. BETTER USE OF DATA OUTPUT AS GENERATED BY MARKET PARTICIPANTS

The collection and dissemination of sustainable, but also financial data is fragmented. Stakeholders encounter significant difficulties in accessing, comparing and using financial and sustainability related information published pursuant to the relevant EU legislation. The EC stated that a European single access point of data (ESAP) is needed⁹ and has started a consultation to get general and technical views how to establish this ESAP.¹⁰ This seems a similar approach as for the consolidated tape provider as single access point for transaction data.

Given the joint interest and investments in creating a more ESG-friendly environment, one could consider to make the overload of ESG-data which will be reported available in an aggregated and secure way. This would enable market participants to assess in an efficient way how investments meet the sustainability levels and to comply with ESG disclosure requirements. It will facilitate an adequate provision of sustainability information to investors and the markets which of course should also be done in an understandable way.¹¹

Installing the ESAP is therefore considered pivotal to really facilitate the access of market participants to sustainability data.

FINAL REMARKS

To make regulations on sustainability a success, it is of paramount importance that with the further development and implementation of these regulations, both the EC, other regulators and the market participants;

- focus on their costs benefits analyses and cost efficient implementation;
- facilitate easy access to relevant sustainability data to comply with the regulations;

- keep the practical feasibility in mind;
- avoid unnecessary complexities;
- have a focus on the needs of investors and the markets.

We've highlighted the lessons learned from the previous regulatory implementations in financial markets and added some further suggestions to put these into practice. One could hope that such lessons learned and suggestions will be taken

into account in the framework of the further drafting and the implementation of new sustainability regulations.

When looking ahead, the next new strategic theme on the regulatory calendar – sustainability – will dominate our regulatory change for the years to come. With the higher goals of sustainability at stake, we're all in this together.

"COMING TOGETHER IS A BEGINNING; KEEPING TOGETHER IS PROGRESS;
WORKING TOGETHER IS SUCCESS."
– HENRY FORD –

Notes

- 1 MiFID II/MiFIR/PRIIPs Regulation Impact Study: Effectiveness and Efficiency of New Regulations in the Context of Investor and Consumer Protection, Prof. Dr Stephan Paul Nicola Schröder, M.Sc. Simon Schumacher, M.Sc. Ruhr-Universität Bochum.
- 2 Results of consultations with the interested parties and impact assessment as provided in the "Proposal for the DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council (Recast)" on 20.10.2011. (COM 2011 656 final, 2011/0298 (COD)).
- 3 Letter of the joint committee of European Supervisory Authorities (EBA, ESMA and EIOPA) to the European Commission of 28 April 2020, ref. Submission of regulatory technical standards of ESG disclosures under Regulation (EU) 2019/2088.
- 4 Letter of the joint committee of European Supervisory Authorities (EBA, ESMA and EIOPA) to the European Commission of 7 January 2021, ref. Priority issues with regard to SFDR application.
- 5 Financial market participants with an average number 500 employees or less and financial adviser can publish a statement that they do not consider principal adverse impact. This statement should include clear reasons why they do not do so.
- 6 The ESA's published a final report on 2 February 2021 containing proposed level II regulation, including further elaborated requirements to comply with article 4 SFDR. A principle adverse impact statement on entity level has to be disclosed. The disclosures are focused on a set of indicators for both climate and other environment-related adverse impacts, adverse impacts in the field of social and employee matters, respect for human rights, anti-corruption and anti-bribery matters.
- 7 We refer to article 6, paragraph 2 of the new level II regulation as proposed by the ESA's in the final report of 2 February 2021.
- 8 In the feedback statement of the EC of 24 May 2018 following a consultation on sustainability, one stakeholder gave the following example. In case costs increase by 0.5% of assets under management (AUM), this could impact net returns to investors by 5 % if these costs are fully passed on to these investors.
- 9 A Capital Market Union for people and businesses-a new action plan, 24 September 2020, action point 1.
- 10 Targeted consultation document establishment of a European single access point (ESAP) for financial and non-financial information publicly disclosed by companies, first action of the capital markets union action plan, responses could be sent until 3 March 2021.
- 11 The first indications are not hopeful. The AFM did a consumer testing of SFDR disclosures. The consumer panel consisted of highly motivated consumers engaged in financial products. The disclosures were assessed as complicated, hard to read and not easy to understand. AFM 20 October 2020, consumer testing pre- contractual and periodic ESG financial product information.

Grenzeloze crowdfunding: kansen en risico's voor beleggingsondernemingen

Jan Willem van der Velden

CROWDFUNDING: AANSTAANDE WIJZIGINGEN EN BELANG VOOR MARKTPARTIJEN

In november 2021 wordt de Crowdfunding Verordening van kracht. Dit leidt tot een Europees speelveld voor publieke bedrijfsfinancieringen onder de € 5 miljoen. De crowdfunding markt is in de afgelopen 10 jaar sterk gegroeid en de verwachting is dat het nieuwe speelveld leidt tot een verdere groeispurt. Dit raakt de – veelal jonge – bedrijven die publieke financiering zoeken evenzeer als de (beleggings) ondernemingen die als tussenpersoon of platform bij die financieringen betrokken zijn.

Dit artikel behandelt de hoofdlijnen van de nieuwe regeling en de wijzigingen voor bestaande spelers, waaronder ook de verscherpte aansprakelijkheid voor uitgevende instellingen en de tussenpersonen die hen begeleiden. Voor family offices en (retail) fondsen die beleggen in deze markt, is het eveneens van belang om zich bewust te zijn van het afwijkende toezichts- en aansprakelijkheidsregime. Ten slotte kan het nieuwe Europese regime voor sommige grotere institutionele beleggers een aanleiding zijn om een deelneming in een crowdfunding platform te overwegen.

CRISIS LEIDT TOT NIEUWE VORMEN VAN BEDRIJFSFINANCIERING

In de kredietcrisis van 2008 en de eurocrisis van 2012 trekken banken zich terug uit bedrijfsfinancieringen. Bedrijven zitten daardoor soms acuut met de handen in het haar. Zij kloppen noodgedwongen aan bij private equity partijen en bij het publiek. Dit leidt tot een aanzienlijke groei van private equity en publieke financieringen. Die trend zet zich door tot de dag van vandaag.

Kapitaal ophalen bij het publiek is doorgaans geen sinecure. Een (social) mediabedrijf of een populaire muziekgroep heeft het in de genen om zich rechtstreeks tot het publiek te wenden. Voor hen is het eenvoudiger om publiek te enthousiasmeren te investeren.

De Britse rock band Marillion wil in 1997 op tournee in de VS, maar zij heeft geen geld. Zij gaat daarom met de pet rond bij haar fans en haalt zo \$ 60.000 op, zodat de tour gefinancierd is. Dit wordt vaak als eerste crowdfunding initiatief gezien.

Meer traditionele ondernemingen, zullen veelal meer moeite hebben om investeerders te interesseren, hoewel het recentelijke initiatief van een groep consumenten een belang te nemen in Hema daarop weer een belangrijke uitzondering vormt.

Hoe moeten de meer traditionele ondernemingen het publiek effectief benaderen voor financiering? Sinds begin 17^e eeuw is de Amsterdamse effectenbeurs een plaats waar ondernemingen bij het publiek geld ophalen. Maar in de 21^e eeuw gaat dat gepaard met hoge kosten en regeldruk. Voor kleinere ondernemingen is uitgifte op de beurs daarom niet geschikt. Marktplaats.nl en ebay.nl doen niet in aandelen obligaties en onderhandse leningen. Wat is dan een geschikt platform?

Verschuillende partijen springen hierop in en creëren platforms tussen de ondernemingen en het publiek. Een soort effectenbeurzen in het klein, onder de naam crowdfunding. Een vroege vogel is Kickstarter, dat in 2009 in de VS wordt opgericht. Kick-

Prof. mr. Jan Willem van der Velden

Hoogleraar financieel recht aan de UvA en advocaat bij Keijser Van der Velden N.V.



Foto: Duncan de Fey

starter maakt ook zelf een vliegende start: *nomen est omen*. In de VS groeit crowdfunding financiering exponentieel, van \$ 1 miljard in 2009 naar tientallen miljarden in 2020.¹ Ook bij ons is het een aanzienlijke markt. Zo haalden Nederlandse ondernemingen in 2020 € 368 miljoen op via crowdfunding, grotendeels in de vorm van onderhandse leningen.²

Via crowdfunding kan het publiek worden benaderd voor leningen, obligaties en aandelen. Crowdfunding wordt ook gebruikt voor donaties, leningen aan consumenten en de ontwikkeling van nieuwe producten. Zo kon het publiek in 2012 voor \$ 150 een nog te ontwikkelen smartwatch bestellen van Pebble. Indien voor minstens \$ 100.000 werd besteld, zou dat horloge worden geproduceerd. Dit leidde tot \$ 10 miljoen aan bestellingen. Dergelijke vormen van crowdfunding blijven in deze bijdrage verder buiten beschouwing. Ik richt mij nu op crowdfunding waarbij effecten worden uitgegeven of leningen worden verstrekt.

EUROPEES SPEELVELD

In Europa blijft de groei achter bij de VS. Een van de oorzaken is dat er geen Europese markt is voor crowdfunding. De Europese lidstaten hebben eigen regels, die onderling afwijken. Dat maakt het lastig om de grens over te gaan. De Europese wetgever ziet dat onder ogen en roept daarom de Crowdfunding Verordening in het leven (de “**Verordening**”). De Verordening leidt tot een gelijk speelveld in Europa, zodat er spoedig een sterkere Europese markt voor crowdfunding kan ontstaan. De Verordening is van toepassing vanaf 10 november 2021.

De Verordening brengt ingrijpende wijzigingen met zich voor de huidige spelers op de crowdfundingmarkt. Het ligt bovendien voor de hand dat nieuwe spelers het veld betreden. Ook voor bestaande beleggingsondernemingen die onder de Europese richtlijn MiFID-II vallen, kan dit aantrekkelijk zijn. De verwachting is dat de crowdfundingmarkt sterk zal doorgroeien dankzij het Europese speelveld. Dat is niet alleen van belang voor de bedrijven die via crowdfunding gefinancierd worden, maar evenzeer voor de platforms en andere tussenpersonen, die bij (effecten)transacties betrokken zijn. Zij zullen in deze periode de overweging maken, of en zo ja op wijze zij betrokken willen zijn bij deze nieuwe marktontwikkeling. Daarnaast kan de Verordening ertoe leiden dat nieuwe (fintech) partijen de markt betreden, aangezien bij crowdfunding het online platform en de online marketing een grote rol speelt. Het is kortom te verwachten dat de Verordening een verschuiving op de markt voor bedrijfsfinancieringen en effectenhandel met zich brengt.

Hierna wordt het nieuwe speelveld op hoofdlijnen geschetst. Verschillende beleggingsondernemingen en financiële dienstverleners heroverwegen inmiddels hun bedrijfsvoering met het oog op de hierboven genoemde kansen en bedreigingen. Wellicht vormt dit ook voor de lezer een aanzet om zich nader te verdiepen in de mogelijkheden die dit voor zijn of haar praktijk biedt.

PLATFORM MET VERGUNNING EN "EUROPEES PASPOORT"

Crowdfunding is kortweg gedefinieerd als het matchen van de financieringsbehoefte van ondernemingen (projecteigenaren) en beleggers via een online crowdfunding platform. De financiering geschiedt in de vorm van onderhandse leningen en effecten. Partijen die crowdfunding-diensten verlenen, de *crowdfunding service providers* (“**CSP**”), hebben een vergunning nodig van de AFM.

De Verordening reguleert slechts relatief kleine crowdfunding projecten. De grens ligt bij € 5 miljoen per onderneming, binnen een periode van 12 maanden. Als een onderneming meer financiering wil aantrekken van het publiek, kan zij voor dat meerdere geen gebruik maken van crowdfunding. Zij zal dan veelal een door de AFM goedgekeurd prospectus moeten uitbrengen. Wil zij dat haar effecten verhandelbaar zijn op een platform, dan zal zij zich daarvoor moeten wenden tot een georganiseerde handelsfaciliteit, een multilaterale handelsfaciliteit of een gereglementeerde markt. Dat brengt veel zwaardere eisen met zich dan verhandeling op een crowdfunding platform.

De CSP met Nederlandse vergunning mag in andere lidstaten zijn crowdfunding diensten aanbieden, nadat hij de AFM over dat voornemen heeft ingelicht. De AFM geeft dat door aan de desbetreffende buitenlandse toezichthouders en aan de Europese toezichthouder ESMA. De CSP heeft dan een Europees paspoort om de grens over te gaan met de aanbiedingen op zijn platform. Slechts de beleggersinformatie zal dan nog moeten worden vertaald.

Het is niet duidelijk of de CSP ook een bijkantoor mag vestigen in andere lidstaten. Overigens zal er veelal geen behoefte bestaan aan bijkantoren, aangezien crowdfunding platforms voornamelijk online werkzaam zijn.

BESTAANDE ONTHEFFINGSREGIME VERVALT

Evenals elders in Europa is crowdfunding op dit moment in Nederland nationaal geregeld. Kortweg zijn er nu drie regimes: De AFM verleent ontheffingen, vergunningen en combinaties van beide. Met name het ontheffingsregime is in zwang. Er zijn bijna 70 crowdfunding platforms in Nederland. Circa 55 platforms hebben een ontheffing van de AFM. Die ontheffingen zullen komen te vervallen, tenminste voor zover de Verordening van toepassing is. De Verordening kent een overgangstermijn van een jaar. In die periode kunnen bestaande crowdfunding platforms hun vergunning als CSP aanvragen.

De crowdfunding platforms die nu al een vergunning hebben, zijn meestal beleggingsondernemingen of financiële dienstverleners. Sommige platforms beperken zich tot het ontvangen en doorgeven van orders van hun cliënten. Andere platforms hebben tevens een vergunning voor het plaatsen van financiële instrumenten (aandelen en obligaties) ten behoeve van de ondernemingen die financiering zoeken. Enkele grotere platforms beschikken over een vergunning als multilaterale

handelsfaciliteit (MTF) en presenteren zich als crowdfunding-platforms, al pleegt de AFM MTFs niet onder deze categorie te scharen.

De bestaande beleggingsondernemingen zullen hun MiFID II-vergunning waarschijnlijk willen behouden. Als zij gebruik willen maken van het nieuwe crowdfunding regime, zullen zij daarnaast een vergunning onder de Verordening moeten aanvragen. In beginsel zullen bestaande platforms van beleggings-ondernemingen als crowdfunding platform worden aangemerkt voor kleinere publieke financieringen. In dat geval zullen zij niet om de Verordening heen kunnen en moeten zij voor dergelijke financieringen een vergunning als CSP aanvragen.

ESSENTIËLE BELEGGINGSINFORMATIE EN VERANTWOORDELIJKHEID CSP

Een partij die effecten uitgeeft aan het publiek moet in beginsel een prospectus publiceren. Indien de aanbieding onder de € 5 miljoen blijft binnen 12 maanden, geldt – ook nu al – een vrijstelling. De AFM schrijft een informatiedocument voor, volgens een vast format, waarin een aantal essentiële gegevens worden opgenomen.

De Verordening introduceert voor crowdfunding een nieuw document met essentiële beleggingsinformatie. Dit document moet specifieke kenmerken en risico's beschrijven in verband met de ondernemingen, de rechten en vergoedingen van de beleggers en het type aangeboden effecten en leningen.

De onderneming dient zelf de essentiële beleggingsinformatie op te stellen, omdat zij immers financiering zoekt voor haar bedrijf. Zij is aansprakelijk als die informatie onduidelijk, onjuist of onvolledig is. De CSP verstrekt deze beleggingsinformatie aan de beleggers op het platform. Daarom heeft de CSP ook een eigen verantwoordelijkheid. De CSP moet controleren of de essentiële beleggingsinformatie duidelijk, correct en volledig is, aldus de Verordening.

Deze verantwoordelijkheid van de CSP voor de beleggingsinformatie van de uitgevende onderneming gaat ver. De Amsterdamse effectenbeurs is niet verantwoordelijk voor de juistheid van de prospectussen die genoteerde ondernemingen publiceren. Een multilaterale handelsfaciliteit is evenmin verantwoordelijk voor de informatie die bij haar 'genoteerde' instellingen publiceren. Bij crowdfunding ligt dat (dus) anders.

De CSP is mede-verantwoordelijk voor de juistheid en volledigheid van de informatie die de verhandelde ondernemingen publiceren. Dit is vergelijkbaar met de verantwoordelijkheid van een lead manager bij een beursgang.

De lead manager verricht een uitgebreid due diligence onderzoek naar de uitgevende instelling vanwege deze verantwoordelijkheid. Bij een beursgang is daarvoor voldoende budget. Bij crowdfunding zijn de budgetten veel beperkter. De vraag is welke mate van onderzoek mag worden verwacht van een CSP.

De Verordening maakt dat niet duidelijk. Mij dunkt dat diens verantwoordelijkheid een serieus aansprakelijkheidsrisico in zich draagt.

Nu de Verordening regelt welke informatie bij crowdfunding moet worden verstrekt, vervalt in zoverre ook het zogenaamde 'Wild West bordje' van de AFM. Die gestandaardiseerde waarschuwing is een Nederlandse uitvinding, waarop al het nodige commentaar is geweest. Uit onderzoek blijkt zelfs, dat sommige consumenten menen dat die waarschuwing juist duidt op een kwaliteitskenmerk. Wellicht vormt de Verordening een aanleiding om het Wild West bordje in het algemeen te schrappen.

Let op!
Geen AFM-toezicht
Geen vergunning- en prospectusplicht.



CSP ONDERZOEKT DE ONDERNEMING

Naast de beleggingsinformatie moet de CSP ook de onderneming zelf onderzoeken, voordat deze op het crowdfunding platform wordt toegelaten. Zo moet de CSP tenminste bewijs vergaren dat de onderneming geen strafblad heeft ten aanzien van handelsrecht, insolventierecht, financiële diensten, wetten of beroepsaansprakelijkheidsverplichtingen.

Het ligt voor de hand om daartoe een verklaring omtrent gedrag te vragen ten aanzien van de natuurlijke personen achter de onderneming, zowel de bestuurders als de uiteindelijk belanghebbenden. Denkbaar is dat daarmee de lading nog niet voldoende is gedekt. Hoe moet men nagaan of de onderneming zelf (g)een strafblad heeft? Daarvoor bestaan geen publieke registers en er worden geen VOG's van ondernemingen verstrekt. Het zal in de praktijk dus niet eenvoudig zijn om uit te sluiten dat de onderneming een strafblad heeft. Ook hier is het de vraag hoe ver de onderzoekplicht van de CSP gaat.

De Verordening heeft ook oog voor mogelijke strijdige belangen. De CSP mag niet optreden voor ondernemingen die nauw met de CSP zijn verbonden. Ondernemingen met een direct of indirect zeggenschapsbelang van tenminste 20% in de CSP, mogen geen financiering zoeken via die CSP en diens platform.

ZORGPLICHT JEGENS BELEGGERS: TOELATINGS-EXAMEN, WAARSCHUWINGEN EN BEDENKTIJD

De CSP moet de beleggers op zijn platform indelen in ervaren beleggers en niet-ervaren beleggers. Dit doet denken aan het onderscheid tussen professionele en niet-professionele beleggers in MiFID II, maar wijkt toch op onderdelen daarvan af. Het kan daardoor voorkomen dat een CSP, die ook handelt als beleggingsonderneming, dezelfde client als ervaren belegger moet classificeren en tegelijkertijd als niet-professionele belegger. Het valt niet goed in te zien waarom de Europese regelgever een ander 'beleggetype' heeft gecreëerd naast de niet-professionele belegger uit MiFID II.

Voordat een niet-ervaren belegger wordt toegelaten, moet de CSP verifiëren of de aangeboden projecten geschikt zijn voor die belegger. Daarbij betreft de CSP diens ervaring, beleggingsdoelstellingen, financiële situatie en basisinzicht in de risico's. Iedere twee jaar herhaalt de CSP deze toets. Als de projecten niet geschikt zijn, waarschuwt de CSP de niet-ervaren belegger. De Europese toezichthouder ESMA werkt deze toetsing verder uit.

De CSP moet in beginsel nagaan wat de omvang is van het nettovermogen van de niet-ervaren belegger. Hij moet de risico-waarschuwingen daarop afstemmen, in het bijzonder wanneer de belegger meer dan 5% van zijn nettovermogen (of minimaal € 1.000) inlegt. De CSP moet daarbij bewijs vergaren dat belegger de belegging en de eraan verbonden risico's begrijpt. Daarbij zou de CSP zich mogen baseren op de hiervoor genoemde periodieke toets.

De niet-ervaren belegger krijgt een bedenktijd van vier dagen, wanneer hij wil beleggen in een crowdfunding project. De CSP wijst de niet-ervaren belegger iedere keer erop, wanneer deze bedenktijd ingaat. De AFM verplicht bestaande crowdfunding platforms tot een bedenktijd van 48 uur. Die termijn wordt dus met twee dagen verlengd.

VERMOGENSBEHEER IN LENINGEN

De Verordening introduceert daarnaast een nieuwe vorm van vermogensbeheer: beheer van leningen op een crowdfunding platform. De belegger geeft daarbij een mandaat (lastgeving) aan de CSP om een bepaald bedrag te beleggen in leningen op het platform. Als de leningen worden terugbetaald of wanneer er rente wordt betaald, belegt de CSP de vrijgekomen bedragen opnieuw. De CSP mag de leningen in beginsel ook overdragen en vervangen door andere leningen.

De CSP is niet bevoegd om obligaties of aandelen te kopen voor zijn 'beheer cliënt', want dat is voorbehouden aan beleggingsondernemingen. Als de CSP dat ook wil doen, dient hij tevens te beschikken over een MiFID II-vergunning die qua vergunde activiteit (ook) individueel vermogensbeheer omvat.

Deze nieuwe vorm van vermogensbeheer kan voor een verschuiving zorgen van de manier waarop bedrijven financieringen aantrekken en de wijze waarop voor beleggers wordt belegd. De eisen aan een CSP die beheert in leningen, zijn veel beperkter dan de eisen die gelden voor vermogensbeheerders onder MiFID II.

Deze combinatie van aantrekken en beheren van beleggers-gelden tegen lage kosten en beperkt toezicht, kan ertoe leiden dat de nodige nieuwe partijen de markt betreden. Dat wordt versterkt door het feit dat de Verordening leidt tot een Europese markt.

Vanuit het oogpunt van eenvoudigere financiering van ondernemingen is dat zeer positief. Het kan er echter ook toe leiden dat minder gekwalificeerde partijen de markt betreden, aangezien het toezicht minder ingrijpend is. Daarbij kunnen zij er bovendien voor kiezen om zich te vestigen in lidstaten, die de reputatie hebben om soepel om te gaan met het financiële toezicht, het zogenoemde forum-shoppen. Denkbaar is dat ook minder professionele en zelfs malafide partijen hun heil zoeken door middel van crowdfunding, ten koste van de beleggers.

Gezien de risico's van forum-shoppen zou het welkom zijn, als we in Europa niet alleen dezelfde regelgeving hebben, maar ook een gelijk niveau van toezicht. Bij zijn afscheid als voorzitter van de Europese toezichthouder ESMA, zei Steven Maijoor in februari 2021, dat hij verwacht dat ESMA in de komende jaren een dergelijke centrale toezichtrol op zich zal nemen. Een van de aanleidingen daarvoor is het falen van de Duitse toezichthouder BaFin rondom de fraude van Wirecard. Laten wij hopen dat de Europese toezichthouders vanaf november 2021 hun crowdfunding-toezicht op gelijk niveau zullen brengen.

LENINGEN ZIJN SOMS EFFECTEN

Leningen die kunnen worden aangeboden en verhandeld via crowdfunding platforms, moeten een zekere mate van standaardisering hebben. Anders is verhandeling via zo'n platform feitelijk nauwelijks mogelijk. Waarin onderscheidt zo'n verhandelbare lening zich van verhandelbare obligaties? Als tussen beide geen wezenlijk onderscheid bestaat, is denkbaar dat een verhandelbare lening kan worden gekwalificeerd als een 'effect' (zoals een obligatie). In dat geval zou de MiFID II van toepassing zijn en zal de CSP alsnog een vergunning als beleggingsonderneming nodig hebben.

Dat het onderscheid tussen verhandelbare leningen en effecten niet altijd duidelijk is, was onder meer aan de orde in rechtszaken vanwege de alom bekende beleggingsfraude van René van den Berg. Van den Berg bood allerlei leningen aan, aan zijn tennistvrienden in het Gooi. Hij gaf daarvoor schuldbekentenissen af. Zijn kompaan Van der Heijden bemiddelde in de verhandeling van die leningen. Toen bleek dat sprake was van een piramidespel en Van den Berg geen verhaal bood, startten beleggers allerlei procedures. In dat kader oordeelde de rechter, dat de schuldbekentenissen van Van den Berg effecten waren.³

Het is kortom denkbaar dat leningen die op crowdfunding platforms worden verhandeld, op enig moment worden gekwalificeerd als effecten. De Verordening lijkt dat over het hoofd te zien. Soms zien marktpartijen dat eveneens over het hoofd. Indien zij bemiddelen in leningen die (achteraf) worden gekwalificeerd als effecten, zal dat worden aangemerkt als het verlenen van beleggingsdiensten. Als zij geen MiFID II vergunning hebben, levert dat een economisch delict op en een antecedent in de deskundigheid en betrouwbaarheid van de dagelijks beleidsbepalers.

CONCLUSIE

Samenvattend creëert de Verordening een nieuw Europees speelveld voor het aantrekken en verhandelen van publieke bedrijfsfinancieringen in de vorm van aandelen, obligaties en leningen. Het gaat daarbij om kleinere financieringen, tot € 5 miljoen per jaar. De Verordening introduceert daarbij een nieuwe vorm van vermogensbeheer: beheer in leningen.

De toezichtrechtelijke vereisten voor crowdfunding en voor deze nieuwe vorm van vermogensbeheer zijn over het algemeen lichter dan voor beleggingsondernemingen en financiële dienstverleners met een vergunning van de AFM. Nu de verordening aan CSP's de mogelijkheid biedt om in de hele Europese Economische Ruimte hun crowdfunding initiatieven aan te bieden, zal waarschijnlijk een verschuiving plaatsvinden in de markt voor dergelijke publieke bedrijfsfinancieringen.

Een onderneming die aandelen, obligaties of leningen aanbiedt via een crowdfunding platform, dient in dat kader een document met essentiële beleggingsinformatie op te stellen. De onderneming is uiteraard verantwoordelijk voor de juistheid en volledigheid van dit stuk. Nieuw is dat daarnaast ook de CSP, die het crowdfunding platform aanbiedt, mede-verantwoordelijk is voor de juistheid en volledigheid. Die verantwoordelijkheid gaat

veel verder dan gebruikelijk is voor handelsplatforms, zoals de effectenbeurs. Zij doet veel meer denken aan lead managers. De Verordening maakt niet duidelijk, welke mate van onderzoek van de CSP mag worden verwacht.

De Verordening is van toepassing vanaf 10 november 2021. Niet alleen de bestaande Nederlandse platforms zullen daarmee aan de slag gaan. Ook verschillende andere nationale en internationale partijen bereiden zich voor om het nieuwe speelveld te betreden. Het zou goed zijn als niet alleen de crowdfunding regels in Europa gelijk zijn, maar ook het niveau van toezicht van de AFM en haar buitenlandse collega-toezichthouders. Dat is een belangrijke waarborg voor een integer spel.

Noten

- 1 Vergelijk o.a. <https://blog.fundly.com/crowdfunding-statistics/>, dat vaak wordt aangehaald. Overigens loopt het bedrag dat jaarlijks wereldwijd via crowdfunding wordt gefinancierd volgens verschillende bronnen sterk uiteen. Daarbij speelt mogelijk een rol dat er geen vastomlijnde definitie is van crowdfunding en sommige partijen inmiddels ook meer traditionele publieke financiering als crowdfunding aanmerken.
- 2 Vergelijk www.crowdfundingcijfers.nl.
- 3 Vergelijk Hoge Raad 5 oktober 2012, Ondernemingsrecht 2013/22 (Sytsma c.s. / Van der Heiden).

De groene gevangenis: nieuwe duurzaamheidsregelgeving plaatst vermogensbeheerders en pensioenfondsen voor ingewikkelde dilemma's

Ernst de Klerk

INLEIDING

Regulering heeft en krijgt steeds meer aandacht van het publiek, toezichthouders en actoren op de financiële markten. Anno 2021 is duurzaamheidsregelgeving een belangrijk nieuw onderwerp van regulering. In Europa krijgt de financiële sector de komende jaren te maken met de uitwerking van het actieplan *Sustainable finance* van de Europese Commissie uit 2018.¹ In dit artikel staat de impact van dit plan voor vermogensbeheerders centraal. Hieronder reken ik in dit artikel beheerders van beleggingsinstellingen, (bank)beleggingsondernemingen en pensioenuitvoerders. Een kleine tip van de sluier is dat de impact van het plan voor deze sector moeilijk kan worden overschat.

Het artikel start met een beschrijving van het actieplan. Vervolgens gaat het artikel in op de vereisten die op 10 maart op een grote groep marktdeelnemers van toepassing worden. Deze vereisten plaatsen de vermogensbeheerders en pensioenfondsen voor twee ingewikkelde (*prisoner's*) dilemma's. Ze moeten immers pensioenregelingen, beleggingsfondsen en beleggingsmandaten categoriseren naar duurzaamheidsniveau zonder dat ze de gevolgen van de categorisering of de exacte definities van de categorieën kennen. Daarnaast moeten ze beslissen of ze een verklaring op willen stellen over hoe ze ongunstige effecten op duurzaamheidsfactoren meewegen zonder precies te weten wat de gevolgen hiervan zijn voor hun beleggingsbeleid en voor hun operationele inrichting. Het artikel eindigt met een blik naar de toekomst. Waar tot aan 10 maart marktparticipanten vooral enkele keuzes dienen te maken en transparant dienen te zijn, worden ze in de periode daarna langzaam maar zeker verleid (of gedwongen) om steeds duurzamer te gaan beleggen.

ACTIEPLAN SUSTAINABLE FINANCE

De Overeenkomst van Parijs inzake klimaatverandering en de Agenda 2030 voor duurzame ontwikkeling van de Verenigde Naties (VN) vormden de aanleiding voor het *Sustainable finance* actieplan. Volgens de Europese Commissie vormen duurzaamheid en de overgang naar een koolstofarme, zuinigere en circulaire economie cruciale elementen om het concurrentievermogen van de EU op lange termijn te waarborgen. De weg hiernaartoe is lang en kostbaar en de financiële sector speelt naar het oordeel van de Europese Commissie een belangrijke rol in het afleggen van deze weg. Zo stellen ze in het actieplan zelf:

'Het financiële stelsel speelt hierbij een sleutelrol. Dat stelsel wordt hervormd om de lessen van de financiële crisis te verwerken en kan in deze context een deel van de oplossing zijn om te evolueren in de richting van een groenere en duurzamere economie. Om particulier kapitaal naar duurzamere investeringen te heroriënteren, moet een grootscheepse omschakeling worden gemaakt in de wijze waarop het financiële stelsel functioneert.'

Het plan bestaat uit drie thema's.

- Het eerste thema betreft de heroriëntatie van kapitaalstromen in de richting van duurzame investeringen. Dit geeft meteen de ambitie en het doel van het plan aan. De Europese wetgever richt zich nu eens niet op het enkel oplossen van informatie-asymmetrie problematiek en het uniformeren

Ernst de Klerk Phd

Fellow bij het Instituut voor Financieel Recht van de Radboud Universiteit Nijmegen en werkzaam als consultant bij AF Advisors



van de Europese markten, maar heeft een duidelijk normatief doel voor ogen: er moet meer worden geïnvesteerd in duurzame beleggingen. En daar heeft de Europese Commissie zo haar redenen voor. Volgens het plan moet Europa een jaarlijkse investeringskloof van bijna € 180 miljard dichten om tegen 2030 de klimaat- en energiedoelstellingen van de EU te halen.² Daarnaast is volgens de Europese Investeringsbank de algemene investeringskloof in infrastructuur voor vervoer, energie en middelenbeheer opgelopen tot het jaarlijkse bedrag van € 270 miljard. Er moet kortom veel meer geld worden geïnvesteerd in duurzame projecten.

- Het tweede thema is het verankeren van de beheersing van duurzaamheidsrisico's in het risicobeleid.
- Het derde thema is het bevorderen van transparantie en langetermijndenken bij financiële en economische activiteiten.

IMPACT OP BELEGGINGSPRODUCTEN

Beleggingsproducten³ spelen een belangrijke rol in het actieplan en kennen in dit kader een zeer brede definitie. Denk hierbij aan beleggingsinstellingen, discretionaire mandaten, pensioenregelingen, verzekeringsproducten met een beleggingscomponent, etc. Oftewel bijna alle vermogensbeheerders worden hierdoor 'geraakt'.

Alhoewel de vermogensbeheerindustrie sinds 2008 continu onderworpen is aan nieuwe wetgeving, was de ambitie van de wetgeving nimmer zo expliciet gelinkt aan de beleggingen zelf. De doelstelling van het plan en de gerelateerde nieuwe wetgeving komen er uiteindelijk op neer om meer geld belegd te krijgen in duurzame beleggingen.

Het plan bevat veel nieuwe vereisten voor vermogensbeheerders. Vanaf 10 maart 2021 wordt de *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (in het vervolg SFDR) van toepassing. Vanaf vermoedelijk 2022 komen daar aanvullende verplichtingen bij uit hoofde van de Taxonomie-Verordening en aanpassingen van (gedelegeerde) verordeningen voor beleggingsondernemingen (MiFID II)⁴ en beheerders van beleggingsinstellingen (UCITS en AIFMD).⁵ In het volgende deel van dit artikel ga ik in op de vereisten uit SFDR en in het deel daarna op de andere vereisten.

SFDR LEVEL 1: OPEREREN IN HET DUISTER TOT 10 MAART

Vanaf 10 maart 2021 dienen financiële marktdeelnemers in de EU, zoals beheerders van beleggingsinstellingen, beleggingsondernemingen en pensioenfondsen, aan nieuwe regels te voldoen. Deze regels vloeien voort uit SFDR. De kern van SFDR is het bieden van transparantie ten aanzien van de rol die duurzaamheidsfactoren en -risico's spelen bij de selectie van beleggingen. Bepaalde basisvereisten gelden voor alle partijen. Daarnaast gelden er aanvullende verplichtingen voor partijen die stellen duurzaam te beleggen. De gedachte achter SFDR is dat als beleggers of deelnemers beter zicht hebben op de duurzaamheidsaspecten van een beleggingsproduct, ze beter geïnformeerde keuzes kunnen maken. Sommige marktpartijen maken laagdrempelig gebruik van duurzaamheidsaanprijzin-

gen zonder dat duidelijk is wat deze partijen precies doen op dat vlak. Dat zal na maart 2021 lastiger worden.

SFDR bestaat uit twee onderdelen. SFDR level 1 kent algemene principes en SFDR level 2 vult deze algemene principes nader in met gedetailleerde voorschriften. Waar in level 1 bijvoorbeeld is opgenomen dat je bepaalde informatie over duurzame kenmerken op een website ter beschikking moet stellen, is in level 2 opgenomen welke informatie dit precies betreft en in welke volgorde je de informatie moet opstellen.

DE AMBITIE VAN WETGEVING WAS NIMMER ZO EXPLICIET GELINKT AAN DE BELEGGINGEN ZELF

Alhoewel SFDR level 1 reeds in 2019 was gepubliceerd, volgde SFDR level 2 pas begin februari 2021. En deze versie dient nog geaccordeerd te worden door de Europese Commissie. Alhoewel dit doorgaans een formaliteit is weten partijen pas rond begin mei 2021 zeker wat de SFDR level 2 vereisten zijn. Oftewel: vermogensbeheerders opereren tot dan toe nog in het duister. Veel partijen zullen de belangrijkste beslissingen over de implementatie van SFDR echter reeds hebben genomen voor februari 2021. Dat betekent dat zij toen nog geen beeld hadden van de finale SFDR level 2 verplichtingen en dat ze sommige keuzes hebben moeten maken zonder te weten wat de exacte consequenties waren van deze keuzes. Dit zal ik in de hierna volgende paragrafen toelichten.

DILEMMA 1: ONGUNSTIGE EFFECTEN MEENEMEN OF NIET?

Marktpartijen moeten onder de nieuwe wetgeving verklaren of ze de belangrijkste ongunstige effecten op duurzaamheidsfactoren meewegen als zij beleggingsbeslissingen nemen. Indien zij dat doen dienen ze op hun website te verklaren dat ze dat doen en als ze dat niet doen dienen ze op hun website aan te geven waarom ze dat niet doen. Partijen met meer dan 500 werknemers zijn verplicht om deze ongunstige effecten mee te nemen en hebben geen keuze.

Om een goede keuze te maken is van belang om te begrijpen wat bedoeld wordt met de belangrijkste ongunstige effecten op duurzaamheidsfactoren. In SFDR level 2 is dit gedefinieerd. In een conceptversie die uitkwam in april 2020 waren dit er ten minste 34. Voorbeelden zijn CO₂-uitstoot, energieconsumptie, biodiversiteit, water emissies, mensenrechten, de loonkloof tussen mannen en vrouwen, etc. Marktpartijen die de verklaring opstellen, zouden deze factoren moeten meewegen bij het nemen van beleggingsbeslissingen en een plan moeten opstellen om de scores op deze factoren te verbeteren. In de finale versie van februari 2021 zijn uiteindelijk 18 verplichte indicatoren (voor sommige beleggingscategorieën minder) opgenomen. De Europese Commissie moet dit nog wel accorderen en heeft hiervoor dus de tijd tot mei 2021.

Veel partijen hadden voor februari echter al een keuze gemaakt of ze de verklaring wel of niet wilden opstellen. Feitelijk moesten ze dus verklaren de belangrijkste ongunstige effecten op duurzaamheidsfactoren mee te nemen zonder vooraf te weten wat de belangrijkste effecten zijn. Partijen die besloten hebben de verklaring op te stellen en de factoren uit SFDR level 2 momenteel nog niet meewegen en bijhouden zullen dit vanaf 1 januari 2022 wel moeten gaan doen.

Veel partijen zijn op hun hoede voor eventuele ongunstige reputationele gevolgen van het niet opstellen van de verklaring. Hoe straalt het op een marktpartij af als hij expliciet verklaart dat hij de belangrijkste ongunstige effecten op duurzaamheidsfactoren niet meeneemt? Dit is uiteraard met name een relatieve afweging. Als de concurrentie dit ook niet doet is het geen probleem. Als iedereen de verklaring wel opstelt zijn de potentiële reputationele gevolgen groter. Marktpartijen met meer dan 500 werknemers moeten overigens sowieso de verklaring opstellen.

GRIJZE PRODUCTEN KUNNEN NA 2022 NIET MEER ZOMAAR AAN IEDEREEN VERKOCHT WORDEN

Van de concurrenten met minder dan 500 werknemers weet je echter niet wat ze gaan doen. Je zit als ‘kleine en/of middelgrote partij’ in een waar *prisoner's dilemma*. In beginsel is het voor partijen aantrekkelijk om de verklaring niet op te stellen. Dat houdt je als onderneming vrij om je eigen keuzes te maken. Ook scheelt het kosten voor data en rapportages die je niet zelf zou opstellen als hier geen verplichting toe was. Als echter een of meerdere partijen er wel voor kiezen de verklaring op te stellen, dan kan dat hen een reputationeel voordeel bieden. Als iedereen echter de verklaring opstelt dan heeft niemand dit voordeel meer, maar heeft iedereen wel de kosten. Speltheorie leert ons dat de laatste keuze voor de hand ligt als einduitkomst. Op een aspect wordt echter afgeweken van dit dilemma en dat is dat marktpartijen relatief eenvoudig hun keuze kunnen aanpassen en de verklaring alsnog kunnen opstellen. Mogelijk dat dat aspect toch nog tot een andere uitkomst leidt. De toekomst zal het leren.

DILEMMA 2: CLASSIFICATIE VAN PRODUCTEN

Een tweede dilemma waar veel partijen voor zijn geplaatst is het classificeren van producten. Producten die ecologische en/of sociale kenmerken promoten en producten die duurzame beleggingen tot doel hebben dienen aan aanvullende vereisten te voldoen. De producten die niet als zodanig classificeren kennen geen aanvullende vereisten. Daarom wordt wel gesproken over drie categorieën. De categorie ‘overig’ ook wel aangeduid als ‘grijs’, de categorie ‘promotie van ecologische en/of sociale kenmerken’ ofwel ‘lichtgroen’ en de categorie ‘duurzame beleggingen tot doel’ ofwel ‘donkergroen’. De aan-

vullende vereisten voor die laatste twee categorieën betreffen met name transparantievereisten voor de website, het jaarverslag en de zogenaamde precontractuele informatie (zoals het prospectus of de Pensioen123).

De classificatie is relevant om drie redenen:

- Allereerst dient de communicatie van partijen over beleggingsproducten in lijn te zijn met de keuzes die onder SFDR gemaakt zijn. Dit betekent dat als een product als ‘grijs’ is geclassificeerd dit gevolgen heeft voor wat er nog gecommuniceerd mag worden, bijvoorbeeld op de website, over het product. Deze communicatie zal zeer terughoudend moeten zijn. Een blik op de websites van zowel vermogensbeheerders als pensioenfondsen leert echter dat men op dit moment helemaal niet terughoudend is in de communicatie over duurzaamheid. Als marktpartijen deze communicatie willen blijven voeren zal de classificatie van de producten hierbij moeten aansluiten.
- Ten tweede vrezet veel partijen de reputationele gevolgen van de keuze voor ‘grijze’ producten. Kan een vermogensbeheerder zonder gezichtsverlies te leiden überhaupt wel producten met die classificatie aanbieden? Hoe zullen distributeurs en klanten daar tegenaan kijken?
- Ten derde zullen zogenaamde ‘grijze producten’ na 2022 niet meer zomaar aan iedereen verkocht kunnen worden. Dit wordt in de volgende paragraaf verder toegelicht. Deze gevolgen lijken veel marktpartijen al goed voor ogen te hebben gehad bij de classificatie.

Tot welke categorie een product behoort is dus van belang. Aangezien het aanpassen van precontractuele informatie enige doorlooptijd kent (zowel operationeel als toezichtrechtelijk dient rekening gehouden te worden met lastig te verkorten doorlooptijden) zijn veel marktpartijen hier eind 2020 of begin 2021 mee bezig geweest.

Om tot een goede indeling te komen is het belangrijk te weten wat de criteria zijn voor de verschillende categorieën. Wanneer is sprake van een duurzame belegging en wanneer is sprake van de promotie van ecologische en/of sociale kenmerken?

Ik start met de eerste vraag. Het begrip duurzame belegging is gedefinieerd in de SFDR. Een duurzame belegging is *‘een belegging in een economische activiteit die bijdraagt aan het bereiken van een milieudoelstelling (...) of een belegging in een economische activiteit die bijdraagt aan de verwezenlijking van een sociale doelstelling, mits deze beleggingen geen ernstige afbreuk doen aan die doelstellingen en de ondernemingen waarin is belegd praktijken op het gebied van goed bestuur volgen.’* Wanneer er sprake is van een economische activiteit die bijdraagt aan het bereiken van een milieudoelstelling of sociale doelstelling is minder duidelijk. Alhoewel er regelgeving op stapel staat voor het definiëren van economische activiteiten die bijdragen aan het bereiken van milieudoelstellingen (de Taxonomie-verordening) is er geen soortgelijke regelgeving voor sociale doelstellingen. Die volgt naar verwachting nog wel op de wat langere termijn. De regelgeving

over de milieudoelstellingen is bovendien nog niet volledig afgerond.

Ook is onduidelijk wanneer er sprake is van het ernstige afbreuk doen aan die doelstellingen. Oftewel ook op dit vlak is er nog een en ander ‘duister’. De wetgever heeft begin februari 2021 aangegeven dat zij voor het begrip ‘ernstige afbreuk doen’ aansluit bij de ongunstige effecten die in de vorige paragraaf zijn beschreven. Maar wat dat precies inhoudt blijft de vraag. Of er drempelwaardes (gaan) gelden ten aanzien van deze effecten, welk deel van de beleggingen aan de definitie van duurzame beleggingen moeten voldoen is allemaal nog onduidelijk. Een stikte uitleg kan verstrekkende gevolgen hebben voor producten die als zodanig zijn geclassificeerd. Deze producten kunnen te maken krijgen met beleggingsrestricties die impact hebben op het belegbare universum en het beleggingsbeleid. Alleen partijen die volledig overtuigd zijn van het belang van deze classificatie zullen hier dus voor kiezen.

Nu de tweede vraag: ‘wanneer er sprake is van de promotie van ecologische en/of sociale kenmerken?’ Dit is, zo mogelijk, nog onduidelijker. Of dit promotie betreft in de letterlijke zin, dus de communicatie van een marktpartij over duurzaamheid, of juist het beleid betreft is niet duidelijk gemaakt. Tevens was (en is) niet duidelijk of bepaalde uitsluitingen op productniveau leiden tot deze classificatie. Stel dat een beleggingsproduct producenten van tabak of controversiële wapens uitsluit (in de markt bekend als ‘negative screening’), is er dan sprake van promotie? En wat als hier niet expliciet de aandacht op wordt gevestigd in marketinguitingen? En hoe zit het met partijen die een CO₂-reductie doelstelling hebben omdat ze menen dat dit het klimaatrisico van de portefeuille beperkt? Is er dan sprake van promotie of slechts van risicobeheer? De lijst met vragen over dit criterium is oneindig. Tot deze conclusie kwamen niet alleen juridische adviseurs, maar ook de Europese toezichthouders. Zij besloten twee maanden voor de start van de wetgeving hun vragen, waarvan enkele in de vorige paragrafen zijn opgenomen, aan de Europese Commissie te stellen. De Europese Commissie als auteur van de wetgeving dient hier een antwoord op te formuleren maar naar verwachting laat dit antwoord nog wel even op zich wachten.

Dan de classificatie zelf. Voordat die vragen waren gesteld, en de antwoorden zijn er op het moment van schrijven nog niet, hadden veel marktpartijen – gedwongen door interne en externe doorlooptijden hun classificatiekeuze al gemaakt. Een keuze die gegeven de onduidelijkheid lastig was. De vrees die boven de markt hangt is dat de keuze mogelijk bepaalde gevolgen gaat hebben voor het belegbare universum of ertoe zal leiden dat aanvullende bindende restricties opgenomen moeten worden.

Als adviseur van diverse partijen zie ik met name dat over deze classificatie in de diverse lidstaten van de Europese Unie heel anders wordt gedacht en wordt uitgelegd door de beheerders en hun nationale toezichthouders. In diverse lidstaten heeft men de neiging om de grens voor een product dat ecologische en/of

sociale kenmerken promoot hoog te leggen. In Nederland leggen marktparticipanten deze grens doorgaans lager. Uit een eerste schatting van Dufas blijkt dat zo’n 2/3^e van de Nederlandse producten tot deze categorie behoort. Alhoewel dit misschien geen volledige steekproef is zegt het veel over de uitleg in de Nederlandse markt van de vereisten.

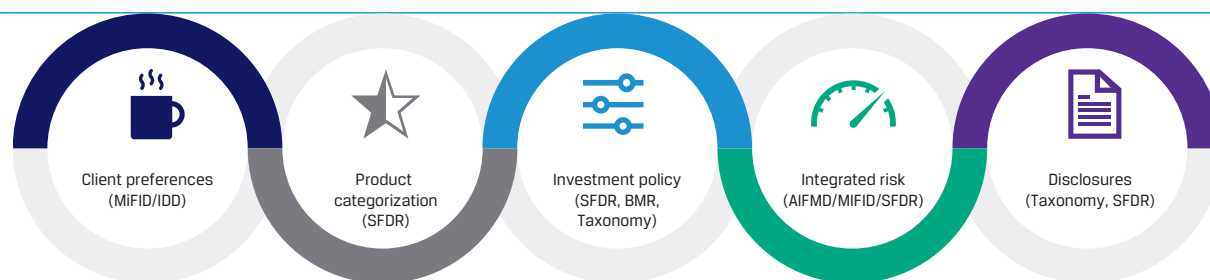
DE ECHTE GEVOLGEN VAN DE REGULERING WORDEN NIET PER 10 MAART 2021 DUIDELIJK, MAAR PAS IN DE KOMENDE JAREN

Vergelijkbaar aan het dilemma over de verklaring ongunstige effecten, hebben marktpartijen hun producten geclassificeerd zonder goed zicht te hebben op de finale vereisten en de keuzes van de concurrenten. Een nieuw en tweede prisoner’s dilemma doemt daarmee op. Enerzijds is een classificatie als duurzaam of als ecologisch en/of sociale kenmerken promotend product wenselijk gegeven reputationele afwegingen. Dit hangt echter vooral af van de keuzes van de concurrentie. Als niemand kiest voor een dergelijke classificatie, dan zijn de gevolgen beperkt. Als sommigen of iedereen er echter wel voor kiest, dan is een classificatie als ‘overig’ ongunstig. Anderzijds, als de classificatie aanleiding geeft tot onwenselijke beperkingen ten aanzien van het beleggingsbeleid, dan kan die keuze wel negatieve gevolgen hebben. Het grote verschil met het dilemma inzake de ongunstige effecten is dat deze keuze niet zo makkelijk te wijzigen is, wat wel het geval is bij het eerste dilemma. Daar de informatie wordt opgenomen in de precontractuele informatie (zoals het prospectus) en de wijziging ervan een materiële productwijziging is, zullen partijen, pensioenfondsen mogelijk uitgezonderd, deze keuze niet zo makkelijk kunnen wijzigen. Naar verwachting zullen partijen er daarom minder snel voor kiezen hun producten als ‘overig’ te classificeren.

DE GROTE GOLF KOMT NA 10 MAART

De echte gevolgen van de regulering worden niet per 10 maart 2021 duidelijk, maar pas in de komende jaren. Als de gedelegeerde regelgeving onder MiFID II, IDD, UCITS V en AIFMD wordt aangepast en de Taxonomie-Verordening⁶ wordt gepubliceerd, wordt duidelijk waarom SFDR van zulk belang is. In figuur 1 is de impact van deze regelgeving schematisch weergegeven. Onder de figuur wordt elk onderdeel toegelicht. Een kleine disclaimer is hier op zijn plaats. Ten tijde van het schrijven, februari 2021, was een aanzienlijk deel van de vereisten nog in conceptvorm. Mogelijk dat de definitieve vereisten en zodoende ook de definitieve impact nog wijzigt.

Figuur 1
Impact duurzaamheidsregelgeving voor vermogensbeheerders



VOORKEUREN BELEGGERS

De gevolgen starten met de aanpassing van de gedelegeerde verordening onder MiFID II. Als gevolg van deze wijziging dienen banken en beleggingsondernemingen in hun geschiktheidstoets de duurzaamheidsvoorkeuren van klanten uit te vragen. De geschiktheidstoets is de uitvraag bij klanten van hun doelstellingen, voorkeuren, risicotolerantie en risicohouding. Deze gaat vooraf aan het verlenen van beleggingsadvies en aan het beleggen van gelden voor rekening en risico van de klant.

De uitvraag van duurzaamheidsvoorkeuren wordt gekoppeld aan de classificatie onder SFDR. Althans, in de conceptversie van de wijziging wordt er verwezen naar de twee categorieën onder SFDR maar wordt er aan de categorie 'producten die ecologische en/of sociale kenmerken promoten' een additionele eis toegevoegd. Deze producten moeten ofwel ook voor een deel uit duurzame beleggingen bestaan of anders ongunstige effecten op duurzaamheidsfactoren meenemen.

Als uit de uitvraag blijkt dat beleggers voorkeuren hebben ten aanzien van duurzaamheid, dan zal de beleggingsinstelling hier rekening mee moeten houden. Als er in de portefeuille producten zijn opgenomen die zichzelf geclassificeerd hebben (zoals beleggingsfondsen), dan zal deze classificatie meegenomen moeten worden bij het samenstellen van de portefeuille. Het is moeilijk voorstelbaar dat de portefeuille van een belegger die duurzaamheid van belang vindt hoofdzakelijk uit beleggingsfondsen zal bestaan die als 'overig' geclassificeerd zijn. Het is de algemene verwachting dat bij een expliciete uitvraag van de duurzaamheidsvoorkeuren beleggers zullen aangeven deze voorkeuren te hebben. Al zal de vraagstelling uiteraard van groot belang zijn voor de uitkomst.

BELEGGINGSBELEID

De vraag naar duurzame beleggingsfondsen en beleggingsoplossingen gaat vermoedelijk toenemen. Niet alleen de uitvraag van duurzaamheidsvoorkeuren zal hier aanleiding toe geven, maar ook de vereisten voor andere institutionele beleggers die te maken krijgen met andere onderdelen van het actieplan.

Als een beleggingsoplossing of een beleggingsfonds aangemerkt gaat worden als product dat ecologische en/of sociale kenmerken promoot of als product dat duurzame beleggingen tot doel heeft zijn de gevolgen tot 1 januari 2022 beperkt. Pas vanaf 2022 zal er veel uitvoeriger gecommuniceerd moeten worden over deze producten. Er dient aangegeven te worden

welke indicatoren gebruikt worden om te meten dat het product zijn doelstellingen behaalt. Ook dienen er bindende elementen te worden opgenomen die worden gebruikt bij het selecteren van de beleggingen. Deze elementen moeten echt bindend zijn. Als ervan af mag worden geweken, ter eigen discretie van de vermogensbeheerder (bijvoorbeeld in het geval bepaalde ESG scores uitgesloten worden maar dit mag worden overruled door de portfolio manager), mogen ze niet worden getoond. De algemene verwachting van deze transparantievereisten is dat het de norm voor duurzaam beleggen zal verhogen. Het is nog onduidelijk of dergelijke producten ook een minimum moeten hebben aan duurzame beleggingen. Wat wel duidelijk is, is dat beleggingsproducten die zich niet als zodanig profileren ook niet "stiekem" wel aan duurzaamheid mogen doen. Alleen bepaalde minimumnormen mogen worden toegepast.⁷ De dispersie tussen duurzame en niet-duurzame producten zal zodoende toenemen.

DUURZAAMHEIDSRISICO'S

Op duurzaamheidsrisico's wordt veel meer nadruk gelegd nadat de wijzigingen van de gedelegeerde verordeningen onder MiFID II, AIFMD en UCITS V zijn doorgevoerd. Duurzaamheidsrisico's zijn breed gedefinieerd als gebeurtenissen op ecologisch, sociaal of governance-gebied die, indien ze zich voordoen, een mogelijk wezenlijk negatief effect op de waarde van de beleggingen kunnen hebben. Duurzaamheidsrisico's dienen een geïntegreerd onderdeel te worden van het risicobeheer. Dit betekent dat ze op dezelfde wijze moeten worden onderkend en beheerst als andere risico's. Op dit moment zijn er nog weinig standaarden waarmee duurzaamheidsrisico's gekwantificeerd kunnen worden. Voor onderdelen van duurzaamheidsrisico's zoals klimaatrisico's kan dat wel. Het spreekt dan ook voor zich dat marktparticipanten daarmee zullen beginnen.

RAPPORTAGES

Het sluitstuk van de nieuwe vereisten zijn de rapportages. Aan klanten moet worden getoond wat de resultaten waren op vooraf gekozen indicatoren, hoeveel er is belegd in duurzame beleggingen en welke acties er zijn uitgevoerd om de ecologische en sociale karakteristieken die gepromoot werden te behalen gedurende de rapportageperiode.

Daarnaast dienen beleggingsproducten die duurzame beleggingen tot doel hebben en die ecologische factoren promoten te rapporteren over hun score op de Taxonomie-Verordening. In deze Verordening is vastgelegd welke economische activiteiten als duurzaam worden aangemerkt. Afhanke-

lijk van welke economische activiteiten bedrijven ontplooiën kan van deze bedrijven worden geconcludeerd voor welk deel zij duurzaam zijn conform de Taxonomie-Verordening. Door deze criteria toe te passen op beleggingsportefeuilles kan een totaalscore worden berekend voor een portefeuille. Op deze wijze kunnen beleggingsproducten gemakkelijk met elkaar vergeleken worden. Deze score zal in eerste instantie iets zeggen over het groene karakter van een beleggingsportefeuille. Er zijn echter geluiden dat er ook een dergelijke score moet komen voor de sociale kenmerken van een beleggingsportefeuille.

Globale Context

De hiervoor beschreven verplichtingen zijn van toepassing op partijen uit de EU. Dit is de eerste belangrijke cross-sectorale Verordening waar UK partijen niet aan hoeven te voldoen. Ook Amerikaanse partijen hoeven uiteraard niet aan deze Europese vereisten te voldoen. Voor zover deze partijen hun diensten of beleggingsfondsen actief in Europa aanbieden is onduidelijk of de verplichtingen ook van toepassing worden op de door hen aangeboden diensten en producten. Dit is wel de verwachting, maar nog niet zeker. Voor de goede orde, zelfs als dit het geval is betreft dit slechts een deel van de vereisten, zoals het classifica-

tieveerste beschreven in dilemma 2. Een ander deel van de vereisten, waaronder de verklaring beschreven in dilemma 1, is van toepassing op (Europese) entiteiten en dus niet op non-EU partijen. Naar verwachting kan elke lidstaat waarin een dienst wordt aangeboden hier zelf een keuze in maken. Mogelijk kunnen de vereisten dus enkele nadelige gevolgen hebben voor het *level playing field*, maar ook dit is nog onduidelijk.

Conclusie

De nieuwe duurzaamheidsregelgeving kan op termijn mogelijk behoorlijk ingrijpende gevolgen hebben voor de inhoud van beleggingsportefeuilles. Zover is het in 2021 echter nog niet. Voor 10 maart 2021 werden partijen naast het uitvoeren van veel implementatiewerk vooral voor twee ingewikkelde prisoner's dilemma's geplaatst: wel of niet de verklaring ongunstige effecten opstellen en de keuze voor de classificatie van de producten. Nadat deze keuzes gemaakt zijn zal de industrie de komende jaren gaan vergroenen. Of de Europese vermogensbeheerindustrie het wil of niet, duurzame indicatoren en ongunstige effecten indicatoren zullen voor ten minste een aanzienlijk deel van de industrie een prominente plek krijgen in de beleggingsoverwegingen.

Noten

- 1 Europese Commissie, Actieplan: duurzame groei financieren, COM(2018) 97, 8.3.2018.
- 2 Europese Commissie, Actieplan: duurzame groei financieren, p.1.1, COM(2018) 97, 8.3.2018.
- 3 In de SFDR aangeduid als Financiële producten. Art. 2 sub 12.
- 4 MiFID II is de relevante richtlijn voor beleggingsondernemingen. Het betreft de Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en wordt doorgaans aangeduid met het acroniem van de Engelse vertaling.
- 5 AIFMD en UCITS zijn de relevante richtlijnen voor beheerders van beleggingsinstellingen. Het betreffen Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten.
- 6 Verordening (EU) 2020/852 van 18 juni 2020 betreffende de totstandbrenging van een kader ter bevordering van duurzame beleggingen.
- 7 Final Report on draft Regulatory Technical Standards Overweging 22 en 23, JC 2021 03.

Niets menselijks is ons vreemd

Rond de eeuwwisseling bestond er nog vertrouwen in de financiële sector. De intenties en resultaten van banken, verzekeraars en pensioenfondsen werden positief kritisch gevolgd, maar aan de integriteit van de bedrijfsvoering werd nauwelijks getwijfeld. Sinds de dot-com crisis en de kredietcrisis is weinig van het vertrouwen in de financiële sector over. Verwoede pogingen van de instellingen, wetgevers en toezichthouders ten spijt, het vertrouwen lijkt sindsdien alleen maar te zijn afgenomen.

Maar wat heeft nu echt het maatschappelijke probleem veroorzaakt? De rode raad is nagenoeg altijd menselijk handelen. Waarbij in mijn ogen het menselijk handelen met als doel het verkrijgen van financiële rijkdom vaak de belangrijkste drijfveer is. Of het nu de bestuurder van de financiële instelling is die een woekerpolis laat verkopen, of de koper van die polis die bergen van goud verwacht. Of het nu de bankier is die een gesecuritiseerde hypotheek verkoopt, of de koper van deze mortgage backed security die verwacht financieel beter te worden van de toekomstige kasstromen. Of het nu een florist is die een net gezaaide tulpenbol verkoopt, of de kleine zelfstandige die droomt van snelle rijkdom. Hoe complex of eenvoudig de handelswaar ook is, de aanleiding van incidenten in de markt is vaak de drang om financieel gewin te bereiken. Zowel vanuit het perspectief van de koper als van de verkoper.

Nu is het merendeel van de ontstane wet- en regelgeving erop toegespitst om de stabiliteit van het financiële systeem te waarborgen. Bijvoorbeeld Basel, FTK, Solvency, EMIR en AIFMD zijn allen grotendeels gericht op het borgen van ruim voldoende financiële buffers voor instellingen en beleggingsfondsen, dan wel het reguleren van transacties, opdat het financiële systeem niet onder druk komt te staan. Maar is de doelstelling van een stabiel systeem wel passend voor het oplossen van de ongewenste situatie gegeven de aanleiding hiervan? Is dit afdoende? Natuurlijk kijkt de AFM in Nederland aanvul-

lend ook naar het gedrag van de financiële instellingen. En ook de focus op professionaliteit staat terecht hoog op de agenda van de toezichthouders. Echter daarmee richten de wetgever en toezichthouder zich op de zorgplicht van instellingen en de integriteit van haar producten en is er slechts zeer beperkt aandacht voor de verantwoordelijkheid van de koper met haar of zijn wens en drijfveer. Daarom denk ik dat er nog wel wat te winnen valt in de afstemming tussen aanleiding, doelstelling en instrumentarium en twijfel ik aan de uiteindelijke effectiviteit van het huidige stelsel aan maatregelen.

Toch begrijp ik als geen ander dat de internationale wetgevers en toezichthouders de laatste dertig jaar maatregelen hebben genomen. 'Mensen geloven in zekerheden, helaas' liet Peter Borgdorff optekenen in het NRC van 6 december 2020. Ik sluit me daarbij aan. Wet- en regelgeving beloven zekerheid te bieden in de vorm van een duidelijk kader. Ook begrijp ik vanuit een praktisch oogpunt heel goed dat de aanbodzijde, oftewel de instellingen, worden aangesproken op de zorgplicht en niet de consumenten. Wat mij daarbij wel opvalt is dat de principes en open-normen plaats hebben moeten maken voor specifieke regels. Ook valt mij op dat de definities soms weinig betekenis hebben, zoals bijvoorbeeld die van leverage onder AIFMD. Dit maakt het speelveld voor mij vaak te juridisch. Het leidt af van de materiële discussie en maakt risicomanagement voor mijn gevoel vaak te binair. Het is zeker zo

belangrijk om naar de 'mens en zijn gedrag' binnen dit systeem van regeltjes te kijken.

Ik kan mij dan ook niet aan de indruk onttrekken dat wij ons begeven in een wankel evenwicht. Het systeem en wij zijn in mijn ogen nog steeds kwetsbaar. Vanuit mijn kant, die van de financiële instellingen, hoop ik dat we – als sector – vanuit intrinsieke motivatie meer focus zullen leggen op het leveren van een lange termijn bijdrage aan de samenleving. Hierbij zouden we kwetsbaarheid, integriteit, professionaliteit en transparantie ten toon moeten spreiden. De consument zou ik willen vragen om in de zoektocht naar voldoening niet het ongewenste te vragen van financiële instellingen. Tenslotte leiden ongewenste vragen en te hoge verwachtingen tot ongewenste prestatiedruk bij financiële instellingen. Een betere bescherming dan een constructieve en eerlijke dialoog tussen klant en dienstverlener is volgens mij niet denkbaar en voor de wetgever en toezichthouder maken we het leven een stuk makkelijker. Ik gruwel alleen al bij de gedachte aan de bureaucratie die volgt wanneer financiële instellingen, vanuit de zorgplicht, consumenten (nog meer dan nu) formeel moeten examineren alvorens zij een 'standaard'-product vanaf de plank mogen verkopen. Dan kunnen we het geld beter stoppen in een écht maatwerkproduct.

Randy Caenen

Namens de commissie risicomanagement

Samenvatting van RMFI-essay

VASTGOED BELEGGINGSBESLISSINGEN BIJ INSTITUTIONELE BELEGGERS Praktijkonderzoek naar cognitieve risico's en de-biasing strategieën

Joep Munten is Managing Director bij Hartelt Fund Management

Inleiding

Menig financiële crisis uit de geschiedenis vond haar oorsprong in de vastgoedmarkt. Het cyclische karakter en veelvuldig gebruik van leverage vormden een vruchtbare bodem voor overmoed en speculatie. Door het huidige lage renteklimaat zijn veel institutionele beleggers vastgoed steeds meer als een surrogaat gaan zien voor een vastrentende belegging. Zodoende vloeit er veel kapitaal naar de vastgoedmarkt. Institutionele beleggers dienen daarom met nog meer zorgvuldigheid dan gebruikelijk kritisch te kijken naar de kwaliteit van hun beleggingsbeslissingen. Menselijke gedragsrisico's en cognitieve biases spelen hierbij een belangrijke rol. Om deze risico's in kaart te brengen, is een praktijkonderzoek uitgevoerd onder institutionele vastgoedbeleggers naar de aanwezigheid en herkenning van cognitieve biases in hun investeringsprocessen en de mate waarin zij de-biasing strategieën toepassen om de kwaliteit van hun besluitvorming te verbeteren. Dit artikel beschrijft de resultaten hiervan.

Cognitieve biases en de-biasing maatregelen

Een belangrijk concept in behavioral economics (zie hiervoor onder andere Kahneman (2011)) is dat menselijke gedrag gedreven wordt door twee denksystemen: Systeem 1 dat ons intuïtieve denken regelt en Systeem 2 dat ons reflectieve denken regelt. Ons Systeem 1 werkt doorgaans zeer goed, maar door haar geruisloze werking worden we soms op het verkeerde been gezet. Dit wordt veroorzaakt door cognitieve bias: een systematische afwijking van de rationele norm in ons denken. Cognitieve biases kunnen leiden tot foutieve percepties, onnauwkeurige oordeelsvorming en onlogische interpretaties.

Het verraderlijke aan biases is dat wij nauwelijks in staat zijn om deze bij ons zelf te herkennen. Het is dus niet vanzelfsprekend dat beslissers rekening houden met cognitieve risico's, ondanks dat we ons bewust zijn van het bestaan ervan. De-biasing strategieën spelen een belangrijke rol om tekortkomingen in onze oordeels- en besluitvorming te beperken. De-biasing is het nemen van maatregelen om cognitieve biases in oordeels- en besluitvorming te reduceren. Niet elke de-biasing strategie is even effectief. Er bestaan daarom diverse type de-biasing strategieën met diverse toepassingsgebieden: persoon (cognitief of motivatie) en omgeving (technisch).

Praktijkonderzoek

Voor het onderzoek naar de mate van biases in de vastgoedwereld is met behulp van een online enquête een praktijkonderzoek uitgevoerd onder leden van INREV. Dit is een Europees kennisplatform voor institutionele beleggers in niet-beursgenoteerd vastgoed. De response (n=51)

bestond met name uit investment managers (60%) en institutionele beleggers (22%). De geografische spreiding werd gedomineerd door drie landen: Nederland (34%), Verenigd Koninkrijk (20%) en Duitsland (14%). In het eerste deel van het onderzoek werd geanalyseerd welke van de tien meest voorkomende biases een mogelijke rol spelen in de drie fases van het beleggingsproces: beeldvorming, oordeelsvorming en besluitvorming. In het tweede deel werd het bewustzijn van cognitieve biases onderzocht door te analyseren in hoeverre men een bepaalde bias bij zichzelf, respectievelijk bij anderen herkent. In het laatste deel van het onderzoek werd geïnventariseerd welke de-biasing strategieën worden toegepast om de besluitvormingskwaliteit te verbeteren.

Resultaten

De resultaten van het onderzoek tonen aan dat er in alle drie de fases van het investeringsproces cognitieve biases aanwezig zijn. Met name de anchoring bias, groupthink en sunk-cost fallacy lijken een rol te



spelen. Voor nagenoeg alle biases geldt dat de herkenning bij anderen groter is dan bij zichzelf. De grootste verschillen in herkenning zijn gevonden bij groupthink, overconfidence en sunk-cost fallacy. Vrijwel alle respondenten geven aan één of meer de-biasing maatregelen in te zetten. Verantwoordelijkheid, groepsbesluitvorming en training werden als meest waardevolle maatregelen beschouwd.

Analyse

Het is opmerkelijk dat bijna 40% van de beleggers tijdens het beleggingsproces de taxateur vóóraf informeert over de beoogde transactieprijs. Hierdoor wordt de anchoring bias bij de externe taxateur geactiveerd waarmee het oordeel beïnvloed wordt. Dit is een ongewenste aantasting van het onafhankelijke karakter dat een externe taxatie juist beoogd te hebben.

Bij de meeste respondenten vindt finale besluitvorming plaats in een Investment Committee. Deze wijze van groepsbesluitvorming is een krachtige de-biasing maatregel, mits deze correct wordt ingericht. De samenstelling van het IC en de wijze waarop besluiten worden genomen, duiden echter op een sluimerend risico van groupthink.

Twee derde van de beleggers heeft namelijk géén onafhankelijke leden in het investeringscomité. Ook blijkt in bijna een kwart van de IC's senioriteit een zwaardere stem te hebben dan expertise. In enkele gevallen ligt de uiteindelijke besluitvorming zelfs bij de voorzitter van het IC. Het onderzoek heeft voorts uitgewezen dat meer dan een derde van de beleggers in de finale besluitvorming rekening houdt met reeds gemaakte kosten. Dit duidt sterk op aanwezigheid van de sunk-cost fallacy. Dit leidt tot irrationele afwegingen en tast de kwaliteit van de besluitvorming aan. Tot slot blijkt slechts 20% van de beleggers een systematische evaluatie te doen van genomen besluiten.

Conclusie

In alle drie de fases van het beleggingsproces spelen diverse cognitieve biases een aanzienlijke rol. Met name anchoring bias, groupthink en sunk-cost fallacy zijn aanwezig. De grote mate van bekendheid met de diverse biases betekent niet dat er altijd effectieve de-biasing maatregelen worden genomen. Sommige de-biasing maatregelen creëren nieuwe tekortkomingen in de besluitvorming. De anchoring bias

bij de taxateur kan voorkomen worden door deze te laten aansturen door risk management in plaats van portfolio management. Het benoemen van onafhankelijke leden in het Investment Committee, bij voorkeur met stemrecht, verkleint het risico van groupthink. De sunk-cost fallacy is eenvoudig te vermijden door educatie.

Een laatste aanbeveling is om te voorzien in een systematische evaluatie van het beleggingsproces en de genomen besluiten. Door achteraf kritisch de kwaliteit van de besluitvorming te evalueren ontstaat een leerproces waarmee de kwaliteit verbeterd kan worden.

Resumerend is het een positieve ontwikkeling dat cognitieve risico's en de-biasing hun weg hebben gevonden naar de beleggingsprocessen van institutionele vastgoedbeleggers. Hoe meer beleggers zich hiervan bewust worden, hoe beter de kwaliteit van besluitvorming. Dit is hard nodig, want het cyclische karakter van de vastgoedmarkt betekent dat er op enig moment ook aan de huidige haussemarkt een einde komt.

De Mythe van de Staatsschuld

Review door Fiona Voster – Data Scientist bij PGGM Advies Vermogensbeheer

Net na de eerste golf van de COVID-19 pandemie werd het boek 'de Mythe van de Staatsschuld' van Stephanie Kelton gepubliceerd. Een perfecte timing: door het bekostigen van extra zorg en de noodsteun aan bedrijven zijn de overheidsuitgaven momenteel torenhoog. Een boek waarin monetaire financiering van de overheid wordt betoogd, slaat daarom extra aan. De "Modern Monetary Theory", ook wel MMT, is geen nieuwe theorie, maar des te actueler nu men vreest voor desastreuze economische gevolgen van de pandemie.

Kelton ontkracht in totaal zes mythes: zes denkbeelden die volgens de MMT niet kloppen. De kern draait om de staatsschuld. Aan de lezer wordt uitgelegd dat een staatsschuld geen probleem is voor een land met monetaire soevereiniteit. Staatsschuld kan juist gezien worden als iets moois: geld dat in de economie gestopt is zonder terug te vragen. De mainstream economie bekijkt het staatsbudget niet zoals deze in werkelijkheid is. De vergelijking wordt gemaakt met een huishoudbudget waarbij het gevaarlijk is meer geld uit te geven dan binnenkomt. Dat is echter niet hoe het staatsbudget functioneert. Als valutaverstrekker hoeft een staat het geld niet terug te betalen, ze kunnen 'simpelweg' geld bijdrukken zolang de schuld in eigen valuta wordt aangegaan.

Als het werkelijk zo makkelijk is, waar wachten we dan nog op? Uiteraard wordt dit verhaal verder genuanceerd en wordt de ene na de andere vraag uitgebreid behandeld. In plaats van het begrotingsbeleid vorm te geven op basis van de hoogte van de staatsschuld, pleit Kelton het inflatieniveau te gebruiken. Door de angst voor de staatsschuld benut de economie niet zijn volle capaciteit en leven we in onderbesteding. Kelton vergelijkt het met rijden in een Ferrari alsof het een golfkarretje is: inefficiënt. Overheidsuitgaven zijn pas te hoog als deze leiden tot inflatie, oftewel verkeersboetes voor het overtreden van de maximum snelheid. Niet alleen belasting zal een belangrijke rol spelen om inflatie tegen te gaan. De MMT introduceert ook baangarantie om indirect inflatie te

stabiliseren. Door het invoeren van een overheids-gegenereerde baan voor de anders werklozen, wordt (natuurlijke) werkloosheid volledig geëlimineerd en kan de volle capaciteit van de economie benut worden. Kelton beargumenteert dat hierdoor via onder andere een sneller herstel uit recessies en een stabielere prijs van arbeid inflatie gestabiliseerd wordt.

Haar verhaal is met veel overtuigingskracht geschreven en maakt een gevoel van twijfel in mij los. Had Nederland zijn monetaire soevereiniteit wel af moeten geven? Is Griekenland een grote fout begaan door zich, ondanks de grote staatsschuld, bij de Eurozone aan te sluiten? Het klinkt als een droom die Nederland niet kan realiseren, omdat de theorie gaat alleen opgaat voor landen met monetaire soevereiniteit. Dit is een grote tekortkoming van de MMT voor zogenaamde 'currency unions'. Bovendien lijkt de VS de hele wereld te vormen: de vertaling van de theorie naar een internationale context mist. Open economieën, schulden in vreemde valuta en de internationale kapitaalmarkt zijn achterwege gelaten. In dat opzicht voelt de MMT achterhaald en helemaal niet zo modern als de naam doet denken.

De kracht van het boek is de manier waarop Kelton je forceert staatsschuld eens op een compleet andere manier te bekijken. Ook haar schrijfstijl is prettig, door de vele anekdotes en gebruik van beeldspraak vergeet je af en toe dat het boek een pleidooi voor een economische theorie is. Het is leuke gespreksstof voor aan de eettafel, niet alleen



Auteur: Stephanie Kelton
Uitgever: Ambo|Anthos
ISBN: 978-9026355264

economen hebben hier een mening over. Ik vraag me af wat dit boek en de MMT teweeg gaan brengen. Met de dubbele dip, de sterk gestegen overheidstekorten en investeringen in klimaatuitdagingen is het aannemelijk dat de nu al invloedrijke stroming nog sterk in aanhang zal blijven groeien. In verschillende landen is reeds een effect op het fiscale beleid te herkennen. Beleggers zullen na moeten denken over de gevolgen die dit met zich meebrengt voor de verschillende beleggingscategorieën. Als ze aan hun huidige denkbeelden vasthouden, zullen ze rekening gaan houden met een verhoogd risico op inflatie en een negatief effect op financiële assets. Ook zal bijvoorbeeld het vertrouwen in de veiligste beleggingscategorie, overheidsobligaties, dalen. Maar beleggers kunnen de MMT ook omarmen, en zien als uitweg voor de economische problemen van nu. Dan ziet de voorzienbare toekomst er beter uit, en kiezen ze waarschijnlijk een andere, minder voorzichtige aanpak voor het beheren van de portefeuille. Kortom, wat voor effect deze theorie op beleggingen gaat hebben, moet nog blijken.

COMMISSIES/VOORZITTERS 2021

Bestuur van de Vereniging

Melinda Rook MSc RBA MBA, voorzitter
Jeroen Bos CAIA, CFA, vicevoorzitter
Cees Harm van den Berg CFA, penningmeester
Drs. Gerben Jorritsma RBA
Dr. Ivo Kuiper CFA
Alex Morozov CFA
Ir. Anisa Salomons
Vincent Stap CFA

Klachtencommissie

Mr. Peter Wortel, voorzitter

Financiële commissie

Drs. Niels Oostenbrug RBA, voorzitter

Programmacommissie

Drs. Okko Rabeling RBA, voorzitter

Commissie Asset & Liability Management

Drs. Eric Mathijssen, voorzitter

Commissie Risk Management

Dr. Bob Out, voorzitter

Commissie Verantwoord Beleggen

Drs. Robert Klijn RBA, voorzitter

Commissie Private Equity

Drs. Lodewijk van Pol, voorzitter

Commissie Tactische Asset Allocatie

Eelco Ubbels RBA, voorzitter

Commissie Vastgoed

Ruben van der Lecq BBA, voorzitter

Commissie Private Banking

Mr. Hans Volberda MM, voorzitter

Commissie Technische Analyse

Juus de Kempnaer, voorzitter

Commissie Investment Performance

Measurement

Drs.Ing. Casper Lötgerink RMFI, voorzitter

Commissie Behavioral Economics

Drs. Erik Aalbers RBA, voorzitter

Commissie Ethiek en Integriteit

Mr.drs. Vandana Doekhie, voorzitter

Commissie Actief Beheer

Koen Ronda CFA, voorzitter

Candidates and Students Committee

Raphie Hayat CFA, voorzitter

Career Development Committee

Yiyi Huang CFA, voorzitter

Education Committee

Rani Piputri CFA CAIA, voorzitter

CFA Institute Research Challenge

Alex Morozov CFA, voorzitter

European Quant Awards

Bob Jansen CFA, voorzitter

Women in Investment Management

Sylvia van de Kamp RBA, voorzitter

Advocacy Committee

Gerben Jorritsma RBA

CFA Society VBA Netherlands

vertegenwoordiging in

Regional Investment Performance

Subcommissie EMEA

Drs.Ing. Casper Lötgerink RMFI

CFA Society VBA Netherlands

vertegenwoordiging in

Global Investment Performance Standards

Council

Drs.Ing. Casper Lötgerink RMFI

Dutch Commission on Bonds (DCB) en

European Bond Commission (EBC)

Drs. Rolf Vesters RBA, voorzitter

CFA Society VBA Netherlands

vertegenwoordiging in de Raad voor de

Jaarverslaggeving

Drs. Hikmet Sevdican RBA

Seniorenconvent

Jacques van den Berg RBA, voorzitter

Commissie ter beheer van VBA reserves

Jens van Egmond MSc RMFI CFA, voorzitter

Bovenstaande personen zijn bereikbaar via het bureau van CFA Society VBA Netherlands.

Telefoon: 020 - 299 6590

COLOFON

VBA Journaal

is een uitgave van CFA Society VBA Netherlands.
Het VBA Journaal verschijnt vier keer per jaar.

Hoofdredacteur

Dr.ir. Gerben de Zwart CFA

Adjunct Hoofdredacteur

Vacature

Redactie

Drs.dr.ir. David van Bragt RBA

Drs. Mark Geene RBA RMFI

Dr. Dirk Gerritsen

Dr. Jan Jaap Hazenberg RBA

Dr. Roy Hoevenaars

Mr.drs. Manon Hosemann

Ronald Kok MSc RBA

Frederik Mannaerts CFA

Sander Nooij CFA

Drs. Michel Wetser RBA

Auteursinstructie

zie: www.cfavba.nl

Fotografie en illustraties

Cor Salverius fotografie

Max Kisman

Redactieadres & opgave advertenties

CFA Society VBA Netherlands –

Irma Willemsen

telefoon: 020 - 299 6590

e-mail: irma.willemsen@cfavba.nl

Abonnementen

CFA Society VBA Netherlands

Professor J.H. Bavincklaan 7

1183 AT Amstelveen

telefoon: 020 - 299 6590

e-mail: irma.willemsen@cfavba.nl

Abonnementenprijs 2021:

€ 53 inclusief btw en verzendkosten

Opmaak en realisatie



az grafisch serviceburo bv,
Den Haag. www.az-gsb.nl

Cover ontwerp

Max Kisman

De in het VBA Journaal geplaatste artikelen geven de mening weer van de auteurs en niet noodzakelijk de mening van de redactie.

Het VBA Journaal noch de auteurs beogen met de geplaatste artikelen beleggingsaanbevelingen te doen. De inhoud van de artikelen dienen dan ook uitdrukkelijk niet als zodanig te worden opgevat. Eventuele verwijzingen in de geplaatste artikelen naar specifieke financiële instrumenten strekken slechts ter illustratie dan wel onderbouwen enkel de beschrijving van feiten.

ISSN-nummer

0920-2269

Copyright © 2021

CFA Society VBA Netherlands

