

VU Research Portal

Lage rente vereist bijzondere aandacht voor riskmanagement en compliance

Loonen, A.J.C.C.M.; Steenkamp, T.B.M.

published in

Tijdschrift voor Compliance
2016

document version

Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in VU Research Portal](#)

citation for published version (APA)

Loonen, A. J. C. C. M., & Steenkamp, T. B. M. (2016). Lage rente vereist bijzondere aandacht voor riskmanagement en compliance. *Tijdschrift voor Compliance*, 366-373.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

E-mail address:

vuresearchportal.ub@vu.nl

Lage rente vereist bijzondere aandacht voor riskmanagement en compliance

prof. dr. A.J.C.C.M. Loonen en prof. dr. T.B.M. Steenkamp*

Trefwoorden: lage rente, prudentieel risicomanagement, beleggen

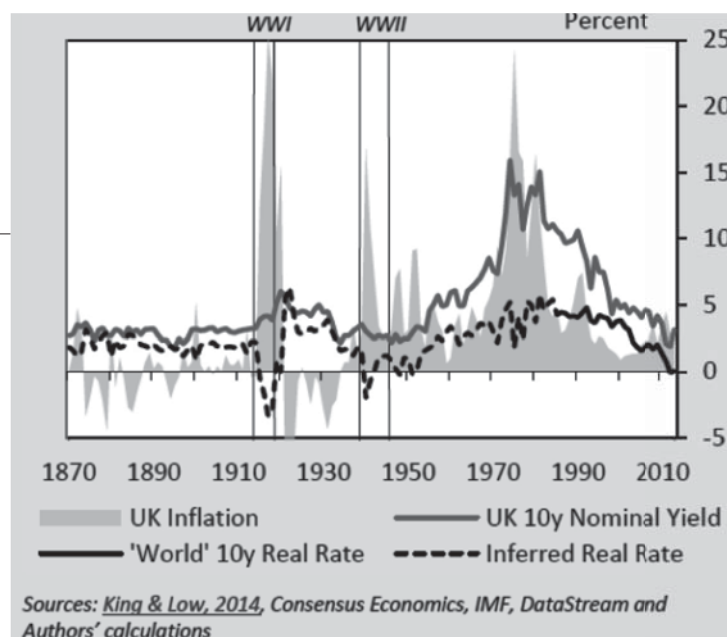
De historisch lage rente kent allerlei financieel-economische consequenties. Lenen was zelden zo voordelig hetgeen bijvoorbeeld een stimulerend effect heeft op de huizenmarkt. Daar staat tegenover dat de rente-inkomsten voor spaarders en obligatiebeleggers zelden zo laag waren. In deze bijdrage gaan wij eerst in op het ontstaan van de lage rente. Vervolgens werpen we een blik in de toekomst om te kijken of we wellicht moeten gaan wennen aan een lange periode van lage rente. Vervolgens gaan we nader in op de gevolgen van deze lage rente voor professionele en niet-professionele beleggers. Daarbij proberen wij een brug te slaan tussen de financieel-economische gevolgen voor beleggers en de mogelijke consequenties voor beleggingsondernemingen. In het bijzonder kijken we dan naar publiekrechtelijke verplichtingen en het beheersen van de risico's.

1. Is de lage rente echt zo laag?

Het lijkt *science fiction*, maar de tijd dat we moeten gaan betalen om te sparen lijkt dichtbij. De huidige 3-maands Euribor rente is per half november 2016 -0,3% en de 10-jaars Nederlandse staat rente is 0,43%. De vraag die we ons hier stellen is of we ook in de toekomst moeten gaan wennen aan een extreem lage rente of dat we hier in een tijdelijke extreme situatie zitten en de rente weer aantrekt naar meer normalere niveaus. En wat is een 'meer normaal niveau'? Kijken we naar de afgelopen 30 jaar dan zouden we uit kunnen komen op een niveau van de nominale lange rente van 4-5%. Kijken we over een langere historische periode dan ligt een normaal niveau meer in de orde van grootte van 2% en is het renteniveau van de afgelopen 30 jaar een tijdelijke aberratie.

* Tom Loonen is directeur Wealth Management Services bij Insinger de Beaufort. Hij is verantwoordelijk voor Private Planning, Charity Office, Bewind & Exectuele en ALM-diensten. Daarnaast is hij hoogleraar aan de Vrije Universiteit Amsterdam voor de postgraduate opleiding Investment (VU-VBA opleiding). Hij is gespecialiseerd in compliance en zorgplichtvraagstukken in de beleggingssector.

Tom Steenkamp is Head of Investment Research bij Robeco, voorzitter van het bestuur van de Robeco premie pensioeninstelling (PPI) en de VBA hoogleraar beleggingsleer aan de Vrije Universiteit Amsterdam.



Grafiek 1: Ontwikkeling lange nominale en reële rente in het Verenigd Koninkrijk (bron: BoE (2015).

In de grafiek op de vorige pagina is door de auteurs van een Bank of England rapport¹ een lange termijn historisch verloop van de 10-jaars nominale rente in het Verenigd Koninkrijk geschetst. Tevens is hier een inschatting gemaakt van het verloop van de reële rente. Duidelijk is dat historisch een nominaal renteniveau van 2-2.5% 'normaler' is dan het verloop van de rente in de periode 1970-1990.

Om tot een inschatting te komen voor het toekomstige renteniveau delen we het niveau van de (lange) rente op in een reëel deel en een deel dat toekomstige inflatieverwachtingen representeert. In een aantal recente studies² wordt de daling van het nominale renteniveau vooral verklaard door de daling van de lange termijn evenwichtige reële rente ('de *natural rate*') op wereldniveau. Deze '*natural rate*' wordt bepaald door gewenst spaar- en investeringsgedrag en economische groeivoorzichten.

De economische groeivoorzichten worden bepaald door trends in productiviteits- en bevolkingsgroei. Door de vergrijzing neemt de bevolkingsgroei en met name ook de beroepsbevolking op termijn af en dat heeft een drukkend effect op het reële renteniveau. De productiviteitsgroei is daarbij een moeilijk te voorspellen variabele. Een veel gehoorde mening in de literatuur hierover is echter dat deze ten opzichte van het gemiddelde niveau na de Tweede Wereldoorlog zal dalen. 'Vergrijzing' betekent een productiegroei in sectoren, zoals gezondheidszorg, toerisme, waar productiviteitsgroei standaard minder is dan in de industrie. Verder zijn de grenzen van ontwikkelingen die sterk productiviteitsverhogend hebben gewerkt, zoals transformatie van landbouw naar industrie en de jaren en niveau van onderwijs, bereikt. Er zijn echter ook meer optimistische geluiden die wijzen op het '*disruptive*' karakter van innovatie, waarbij in de toekomst de vruchten van *robotics*, digitalisering en andere trends nog moeten worden geplukt.

Ook de trends in spaar- en investeringsgedrag hebben per saldo sterk renteverlagend gewerkt. De demografie heeft de besparingen sterk positief beïnvloed door de sterke groei van de leeftijdsgroepen die in het algemeen het meeste sparen (beroepsbevolking van 40+). Andere factoren die positief op de spaarzin hebben gewerkt zijn de groeiende inkomensongelijkheid (hoge inkomens sparen meer) en de sterk toegenomen besparingen van landen in opkomende markten, met name Azië. De bereidheid tot investeren is gedaald omdat de relatieve prijs van kapitaalgoederen is gedaald, de overheidsinvesteringen zijn afgenomen en de spread tussen de rente op overheids- en bedrijfsleningen is op de lange termijn gemiddeld toegenomen.

Om tot een voorspelling te komen voor het toekomstige 'evenwichtige renteniveau' zal een inschatting moeten worden gemaakt van de zjuist genoemde verklarende factoren in de toekomst. Belangrijke instituties, zoals de Bank for International Settlements (BIS) en de Bank of England (BoE), verwachten niet dat de genoemde trends nog sterk zullen doorzetten, maar verwachten ook geen ommekeer. Door de vergrijzing zal de bevolkingssamenstelling verschuiven naar het 'minder sparende gedeelte (gepensioneerden)' en zouden de besparingen juist sterk kunnen afnemen. Tegengestelde ontwikkelingen zijn echter de maatregelen die wereldwijd worden genomen met betrekking tot verhoging van de pensioenleeftijd en de sterk toegenomen levensverwachting, waardoor juist een prikkel ontstaat tot meer sparen. Per saldo wordt door beide banken een lange termijn evenwichtig reëel renteniveau van 1% genoemd. Het huidige reële renteniveau ligt daar nog (*fors*) onder, maar we kunnen dat deels toeschrijven aan het 'Quantitative Easing'-beleid van de monetaire autoriteiten en meer technische marktfactoren. Aangezien het niveau van de besparingen zo belangrijk is heeft de hoofdeconoom van PGGM twee scenario's geschetst voor hoge en lage niveaus van besparingen, neergezet in de volgende tabel. Hieruit blijkt een nominale 10-jaarsrente tussen de 0,5% en 3,75%.

¹ Lukasz Rachel and Thomas D Smith, Secular drivers of the global real interest rate, BoE staff Papers No. 517, 2015.

² Zie voetnoot 1 en M. Juselius, C. Borio, P. Disyatat and M. Drehmann, 'Monetary policy, the financial cycle and ultra low interest rates', BIS working paper No. 569, 2016.

	Lage besparingen	Hoge besparingen
Gem. reële rente 10-j Treasuries 1995-2005	3%	3%
Invloed beroepsbevolking	-100 tot -150bp	-100 tot -150bp
Invloed productiviteit	neutraal	-50bp
Invloed sparen/investeren (vergrijzing)	+200bp	neutraal
Invloed financiële repressie	-25bp	-50bp
Totaal structurele invloeden	+25bp tot +75bp	-200bp tot -250bp
Verwachte 10-j reële rente in 2030	3,25% tot 3,75%	0,5% tot 1%
Inflatie op doelstelling	2%	2%
Verwachte 10-j nominale rente in 2030	5,25% tot 5,75%	2,5% tot 3%
Opslag 30-jaars swap	+90bp	+90bp
Verwachte 30-j swap rente in 2030	6,15% tot 6,65%	3,4% tot 3,9%
30-j swap rente bij deflatie (-0,5%)	3,65% tot 4,15%	0,9% tot 1,4%

Bron: PGGM/MAS

Tabel 1: Lange termijn voorspelling PGGM 10-jaars nominale rente en 30-jaars swap rente (bron: PGGM/MAS).

Waar het niveau van de nominale lange rente uiteindelijk uitkomt zal afhangen van de ontwikkeling van de feitelijke inflatie en de inflatieverwachtingen. De Europese Centrale Bank stuurt op een inflatie-target van 2% en gevoegd bij de lange termijn reële rente van 1% zou dat een nominale rente van 3% betekenen. Om dat te bereiken zullen de deflationaire ontwikkelingen van na de crisis moeten verdwijnen. Er zijn wel signalen die daarop wijzen: stabilisering olieprijs, einde van het proces van *deleverage* bij banken met mogelijk positief effect op leencapaciteit private sector en toenemende bereidheid overheden tot een fiscaal stimuleringsbeleid. Kortom, een wat hogere rente dan nu lijkt realistisch, maar kan nog best een paar jaar duren.

2. Implicaties voor professionele en niet-professionele beleggers

Wanneer we uitgaan van een blijvend lage of lagere rente, wat zijn dan de gevolgen voor beleggers? Laten we eens beginnen bij een belangrijke poot van onze financiële sector: de pensioenfondsen. Door de al maar gedaalde rente is de dekkingsgraad, ondanks redelijk goede resultaten op de beleggingsportefeuille, bij veel fondsen onder het niveau gedaald waarbij vermoedelijk gekort zal worden in de uitkeringen. Naar de toekomst toe betekent een blijvend lage rente niet veel goed nieuws. De dekkingsgraad zal dan, bij niet volledige rente-afdekking, niet profiteren van een (wegblijvende) rentestijging. Mocht het pensioenfonds wel willen anticiperen op een rentestijging dan zit zij gevangen in de 'FTK³-val' waarbij bij lage dekkingsgraden geen extra risico mag worden genomen. Is de lage rente bovendien een voorbode voor een in het algemeen laag-rendementsomgeving dan zal ook vanuit de beleggingsrendementen niet snel herstel te verwachten zijn. Naarmate de kapitaalrente meer naar nul tendeeft, wordt de vraag naar staatsobligaties elastischer. Anders gesteld: er komt een '*search naar yield*' die kan leiden tot overwaardering op aandelen- en andere markten. Dit kan vervolgens tot gevolg hebben dat er nieuwe negatieve rendementsschokken komen in de beleggingsportefeuille.

Voor de deelnemers in een pensioenfonds met een lage dekkingsraad wordt deelname daarom in toenemende mate onaantrekkelijk. De deelnemer koopt een uitkering die vermoedelijk niet zal worden geïndexeerd, maar waarbij er wel een kans is dat deze gekort wordt. Je kunt dan beter een uitkering bij een verzekeraar kopen, waarbij nog de garantie op een niet-dalende nominale uitkering wordt geboden. Het zou ook best eens zo kunnen zijn dat hiermee de trend van een *Defined Benefit* (uitkeringssysteem) naar *Defined Contribution* (premiesysteem) in een stroomversnelling geraakt. In dit laatste systeem kan de deelnemer in ieder geval nog kiezen voor inkoop bij een verzekeraar of – door de nieuwe wet verbeterde premieregeling – voor een variabele uitkering waarbij je naast de *downside* bij tegenvallende beleggingsresultaten in ieder geval wel profiteert van een hogere uitkering bij meevallende beleggingsresultaten.

³ Financieel Toetsings Kader: het onderdeel van de Pensioenwet waarin de wettelijke financiële eisen aan pensioenfondsen zijn vastgelegd (bron: Pensioenfederatie).

3. Beheersen van risico's voor beleggingsonderneming en cliënt

3.1 Prudentieel risicomanagement

De huidige situatie van (extreem) lage rente stelt eisen aan het prudentieel risicomanagement. Zo brengt de lage rente voor consumenten een ruimere bestedingsruimte met zich mee. Denk aan een toenemende ruimte om consumptief krediet, hypothecair krediet en zakelijk krediet op te nemen. Daarbij zijn consumenten nogal eens geneigd om schulden over te sluiten naar een schuld met een lagere rente, terwijl dit niet altijd voordelig hoeft te zijn, hetgeen we bijvoorbeeld al gezien hebben bij de spaarhypotheken.

Voor de niet-professionele belegger⁴ ontstaan er in een laag rente-omgeving een aantal verleidingen. De eerste is dat de kosten van geld lenen een stuk lager zijn en dat dus de verleiding ontstaat tot meer *leverage*. De financiële afweging om wel of niet te gaan beleggen met geleend geld pakt op financieel-economische gronden, vanwege de lage rente, *ex ante* snel positief uit. Het is vanuit het perspectief van lagere financieringskosten immers eenvoudiger om een hoger rendement te behalen door te beleggen met geleend geld. Het behoeft weinig betoog dat beleggen met geleend geld een ander risico/rendementskarakter heeft dan beleggen met eigen middelen. Daarbij vereist het beleggen met geleend geld een stringent kredietmonitoringsbeleid bij de kredietverlener. Zo zal het obligoniveau (hoeveel krediet wil de bank uit hebben staan in een specifieke categorie) gemonitord moeten worden, maar ook de dekkingswaardes vragen aandacht. Moeten bijvoorbeeld de dekkingswaardes van langlopende staatsobligaties die fors boven pari staan aangepast worden?

Een andere verleiding is dat er sneller gekeken wordt naar vastrentende producten die een hogere *yield* geven, zeker bij meer defensief ingestelde beleggers (zie ook hierna § 3.2). In de woorden⁵ van Esmavoorzitter Steven Maijor: "De aanhoudend lage rente verblindt beleggers voor de risico's die ze nemen en de jacht op meer rendement. Overwaardering is een reëel gevaar." In extreme vorm hebben we natuurlijk nog niet zo lang geleden kunnen meemaken waar dit toe kan leiden: het structureren en massaal beleggen in vastrentende producten met een hoog kredietrisico was de opmaat voor de financiële crisis van 2007-2008. Uiteraard ligt dit niet zo zwart-wit en kunnen vastrentende producten met een hogere *yield*, bijvoorbeeld in de Euro-staatsobligatie universum, en de goede looptijd voor de belegger soelaas bieden.

Betekent de lage rente-omgeving nog iets voor het beleggingsbeleid van pensioenfondsen? In normatieve zin zouden wij zeggen: Nee. In een strikte scheiding van 'return en *matching*-portefeuille' blijft de *matching*-portefeuille een strikte *matching*-portefeuille, daar verandert het renteniveau niets aan. Het probleem in het verleden ontstond juist vaak omdat pensioenfondsen alternatieven zochten voor de 'matchende' staatsobligaties of swaps in de vorm van andersoortige obligaties, waarbij per saldo een hoger risicoprofiel resteerde. De vraag of er meer krediet- of *high yield* obligaties en/of alternatieve beleggingen in de portefeuille moeten worden opgenomen is een onderdeel van de afweging in de *return*portefeuille. Het rendements-risicoprofiel zal dan moeten worden afgewogen tegen andere reële *assets*, zoals aandelen. Het is niet op voorhand duidelijk dat een lage rente-omgeving alternatieve beleggingen meer- of minder aantrekkelijk maakt. Bovendien is gebleken dat beleggen in alternatieve beleggingen ook vooral een kwestie is van het selecteren van de goede managers/objecten, een kwaliteit die zeker niet bij elke belegger aanwezig is.

Hoe men het ook stelt, voor alle beleggers geldt dat in een laagrendementsomgeving de mogelijk extra opbrengsten door actief beleid in belang gaan toenemen. Een half of wellicht één procent extra opbrengst door actief beleid is op een totale rendementsverwachting van – zeg 4% – nu eenmaal een stuk aantrekkelijker dan bij rendementen van 7-8%.

3.2 Beheersen van risico's bij niet-professionele cliënten

In het kader van het voldoen aan het 'Ken-Uw-Cliënt'-beginsel⁶ zal de beleggingsonderneming haar (niet-professionele of professionele) cliënt dienen te kennen. De lage rente kan betekenen dat de financiële doelstellingen niet behaald worden.

Dit geldt in het bijzonder bij defensieve profielen. Ongeveer 50% van de niet-professionele beleggers volgt dit profiel zo blijkt uit onderzoek van de AFM (2016). Bij deze – vaak financieel kwetsbaardere – groep niet-professionele beleggers kan (op termijn) een financieel

⁴ Zie voor de classificatie-eisen art. 4:18a Wft.

⁵ *Het Financieel Dagblad* van 31 maart 2016.

⁶ Zie artikelen 4:23 Wft en art. 80a Bgfo.

probleem ontstaan. Veel van deze defensieve risicoprofielen bestaan voor een aanzienlijk gedeelte uit vastrentende waarden. Dit omwille van enerzijds het dempend effect van conventionele staats- of bedrijfsobligaties ten opzichte van zakelijke waarden, anderzijds vanwege de relatieve zekerheid van de periodieke kasstromen. Doordat (her)investerings in vastrentende waarden gedaan worden tegen een lage *yield* kan de haalbaarheid van de financiële doelstelling onder druk komen te staan.

Een voorbeeld ter illustratie. Een niet-professionele belegger (nu 66 jaar oud) is in 2007 begonnen met beleggen van zijn vermogen van € 400.000. Dit volgens een offensief beleggingsprofiel. De man heeft een betaalde baan en heeft derhalve geen inkomen uit vermogen nodig. In 2016 is er een cumulatief bruto rendement behaald van 4,5% en is het vermogen van € 560.000 beschikbaar. Er is in 2007 berekend dat er medio 2016 levenslang € 17.000 aan direct inkomen uit de portefeuille zou moeten komen. Deze kasstroom moet zo zeker mogelijk zijn. Was dit in 2007 nog haalbaar, in 2016 gaat dit niet lukken. De 10-jaarsrente is ondertussen dusdanig gedaald (zie grafiek hieronder) dat het effectieve brutorendement gedaald is naar 0,5%. De doelstelling om levenslang een aanvullend inkomen te verkrijgen tegen minimale risico's blijkt dan ook onhaalbaar. Dit ondanks de groei van het vermogen.

Published on Investing.com, 28/Aug/2016 - 17:31:21 GMT, Powered by TradingView.

Nederland 10-Jaar, Nederland, Amsterdam:NL10YT=RR, M



Figuur 1: verloop van de 10-jaars Nederlandse staatsobligatie

Ofschoon een dalend effectief rendement op vastrentende waarden niet te voorkomen is, is het wenselijk dat de beleggingsonderneming de ontwikkelingen op de geld- en kapitaalmarkt kritisch volgt. Zeker in de situatie dat bekend is dat een cliënt op termijn een vaste kasstroom nodig heeft met beperkt risico, is het wenselijk om de ontwikkeling van de geld- en kapitaalmarkt nauwgezet te volgen. Zodra er echter belegd is zal periodiek de haalbaarheid van de doelstellingen door de beleggingsonderneming getoetst moeten worden. Scenario-analyse is daarbij behulpzaam. Blijkt de financiële doelstelling niet (langer) haalbaar dan is het zaak om de niet-professionele, maar ook de professionele belegger duidelijk te maken wat de consequenties kunnen zijn. In de praktijk betekent dit overigens dat er maar een paar oplossingen voorhanden zijn: 1) bijstorten van vermogen, 2) bijstellen van de doelstellingen, 3) aanpassen van het portefeuilleprofiel of 4) eenvoudigweg afwachten.

Ook bij het pretransactioneel toetsen van de geschiktheid van de beleggingen zal de lage rente een prominente rol moeten spelen. Bij beleggingsadvies zal de niet-professionele belegger zich moeten realiseren wat de effecten zijn van de lage rente op de aanschaf van vastrentende waarde. Koopt men als het ware een hoog couponrendement dan dient het duidelijk te zijn dat er in de huidige situatie op termijn een aflossingsverlies wordt geleden. De eerder aangehaalde effecten op de haalbaarheid van de financiële doelstelling is ook bij de pretransactionele toetsing van belang. Welk effect heeft de aankoop op de haalbaarheid van de financiële doelstelling voor de cliënt?

Als het gaat om het voldoen aan het 'ken uw cliënt'-beginsel zijn er nog twee onderwerpen die bijzondere aandacht vergen. Dit in het geval er wordt gewerkt met een hefboom. Past het opnemen van een effectenkrediet wel in financiële situatie van de cliënt(en) of is het opnemen van krediet zuiver ingegeven door de 'financieel-economische kans' die er opeens lijkt te ontstaan? Realiseert de cliënt zich de risico's en is hij, gezien zijn financiële situatie maar ook zijn emotionele risicobereidheid hiertegen bestand? Dit zal door de beleggingsonderneming getoetst moeten worden. In bepaalde situaties zal er schriftelijk gewaarschuwd moeten worden.

Een tweede aandachtspunt is dat nogal wat professionele en niet-professionele beleggers een gewijzigd risicoprofiel kunnen krijgen. Denk aan de situatie dat er wordt besloten om meer liquiditeiten aan te houden (in plaats van vastrentende waarden) of deze liquiditeiten te gebruiken voor het aflossen van de hypothecaire geldlening of een corporate financiering. In beide gevallen kan dit consequenties hebben voor de *overall asset mix* van de belegger en kan dit dus ook gevolgen hebben voor diens risicoprofiel.

3.3 Beheersen van risico's bij professionele cliënten

Overigens is het inwinnen van informatie over de financiële doelstellingen bij professionele beleggers eveneens van belang. Weliswaar mag een beleggingsonderneming, wanneer zij beleggingsadvies verstrekt aan (of vermogensbeheer verricht voor) een professionele cliënt, er doorgaans van uitgaan dat de desbetreffende cliënt beschikt over de nodige ervaring en kennis, en is zij dus niet verplicht om hierover informatie in te winnen. Ook mag de beleggingsonderneming aannemen dat de professionele cliënt in staat is om alle eventuele beleggingsrisico's die overeenkomen met de beleggingsdoelstellingen van die cliënt, financieel te dragen.⁷ Deze informatie zou echter wel moeten worden ingewonnen, wanneer de beleggingsdoelstellingen van de cliënt dit vereisen.

Een voorbeeld. Een professioneel geclassificeerde cliënt heeft als doelstelling om over 3 jaar afdoende rente-inkomsten te ontvangen om aan betalingsverplichtingen te kunnen voldoen. Hiertoe wil zij het renterisico afdekken met behulp van renteswaps. De beleggingsonderneming zal op dat moment duidelijkheid moeten hebben over deze doelstelling en vaststellen of een swap het passende instrument is om deze doelstelling te realiseren. Het is dan denkbaar dat de beleggingskennis- en ervaring van de professionele belegger ten aanzien van deze financiële instrumenten getoetst wordt.

Een lage rente heeft ook bij professionele en niet-professionele beleggers consequenties voor de financiële situatie. Enerzijds kunnen de inkomsten uit de vastrentende waarden tegenvalen, anderzijds kunnen de kosten voor financieringen dalen. Dit betekent mogelijk dat er implicaties zijn voor de inkomstendoelstellingen (die bijvoorbeeld lager kunnen zijn door lager benodigde uitgaven). Ofschoon er geen informatie over financiële situatie van de professionele belegger hoeft te worden ingewonnen, kan dit indirect bij een gewijzigde doelstelling wel van belang zijn.

3.4 Risico's in beleggingsportefeuilles

Veel (professionele en niet-professionele) beleggers leggen in portefeuilles met de doelstelling 'vermogensbehoud'. Hiermee wordt veelal een beleggingsportefeuille bedoeld waarbij een stabiele reële waarde wordt nagestreefd. Deze doelstelling dient geherdefinieerd worden. Immers het inflatiegecorrigeerd aanhouden van

⁷ Zie 'Richtsnoeren met betrekking tot bepaalde aspecten van de MiFID-geschiedseisen' van ESMA 25 juni 2012 (ESMA/2012/387), VIV (38), p. 10.

middelen lijkt, zeker bij een lage inflatie geen lastige opgave. 'Lijkt' aangezien bij een extreem lage rente een dergelijke doelstelling alleen te halen is bij het accepteren van enig risico (zeker indien men in ogenschouw neemt dat (wat korterlopende) staatsobligaties met een AAA-rating een negatieve rente geven).

Op het gebied van portefeuillemanagement heeft een lage marktrente eveneens een aanzienlijk effect. Zijn deze obligaties recent (fors boven pari) gekocht dan zal er een zeker aflossingsverlies ontstaan. Hierdoor kan het koersdempend effect dat vaak wordt toegeschreven aan conventionele obligatiebeleggingen verloren gaan. Anderzijds kunnen door de koersstijgingen op conventionele staatsobligaties mogelijk aanzienlijke papieren koerswinsten ontstaan. Binnen een defensief portefeuilleprofiel kan de beleggingsonderneming (of de belegger zelf) – zeker binnen het vastrentende deel van de asset allocatie – naarstig op zoek gaan naar alternatieven ter substitutie. Daarbij kan er een afweging ontstaan om koerswinst te nemen op conventionele staatsobligaties en/of *investment grade* obligaties en dit te herinvesteren in gestructureerde producten. In de praktijk blijkt echter dat de condities van de herinvestering niet overeenkomen met de uitgangspunten waarop de initiële beleggingsbeslissing is genomen om in conventionele vastrentende waarde te beleggen. Anders gesteld: men accepteert omwille van een jacht naar *yield* meer of andere risico's dan men in eerste aanleg zou vermoeden.

Dit kan overigens een nieuw risico met zich meebrengen: onzuivere classificatie van financiële instrumenten. Omwille van een reëel beeld van de risico's, dient het classificatiebeleid van de beleggingsonderneming actueel te zijn. Daarbij dienen er – in het bijzonder voor gestructureerde producten – duidelijke criteria te worden opgesteld en dient er regelmatig te worden getoetst aan de omstandigheden. Vindt er bijvoorbeeld een herwaardering plaats van de kredietwaardigheid van de uitgevende instelling, waardoor risico toe- of juist afneemt, dan kan dit een reden zijn om de classificatie aan te passen. De cliënt dient hiervan per omgaande op de hoogte gebracht te worden. Daarbij dient een begrijpelijke beleggingstechnische motivatie te worden gegeven alsmede een uitleg wat de implicatie(s) zijn of mogelijk anderszins worden voor de cliënt. Ook de neiging om meer en meer middelen liquide te houden moet kritisch bezien worden. De risico's over deze middelen nemen immers niet of slechts beperkt af ten opzichte van vastrentende waarden.

Beleggingsondernemingen moeten kritisch kijken naar risico-rendementsverhoudingen binnen defensieve beleggingsfondsen. Hoe is het beleggingsbeleid, welke kosten zijn van toepassing, welke risico's kunnen er genomen worden (*securities lending*, hefboomwerking etc.)? Recent bericht⁸ leert dat er defensieve beleggings- en profielfondsen zijn die voor een ruime meerderheid (tot wel 63%) uit liquide middelen bestaan. Dat roept de vraag op hoe de risico's gewogen moeten worden zodra er een negatieve rente van toepassing is op liquiditeiten.

3.5 Herkennen en beheersen van 'verkeerd' financieel gedag

Naast een goed prudentieel risicomanagement, brengt de lage rente ook eisen aan het gedrag van de beleggingsprofessional met zich mee. Omgaan met biased gedrag van beleggers kan daarbij van belang zijn. Dit ten einde te voorkomen dat kortetermijn speculatieve winsten gaan prevaleren boven (middel)lange termijn doelstellingen. Volgens onderzoek van de AFM⁹ blijkt dat in toenemende mate niet-professionele beleggers met weinig tot geen beleggingservaring omwille van de lage rentestand starten met beleggen. Dit betekent dat er een (nieuwe) groep beleggers is opgestaan die met weinig of geen beleggingservaring met behulp van beleggen een hoger rendement zoekt.

Overigens is het risico van (te) hoge risico's nemen niet inherent aan niet-professionele beleggers. Het is niet ondenkbaar dat beleggingsondernemingen en beleggingscommissies van professionele beleggers (zoals pensioenfondsen) leiden aan een 'tunnelvisie'. Ze zijn ervan overtuigd dat 'de rente niet lager kan op basis van historie'. Door er vanuit te gaan dat de rente alleen nog kan stijgen en hierop te anticiperen worden andere scenario's cognitief geblokkeerd. Denk aan een lange periode van zeer lage inflatie of zelfs deflatie al dan niet gecombineerd met negatieve rente. Door *biased* te gaan beleggen, waarbij men overtuigd is van het eigen gelijk, worden ongewenste of zelfs onacceptabele risico's impliciet geaccepteerd. Door alle redelijk te verwachte scenario's zorgvuldig uit te werken ontstaat er een goed overzicht van de kansen maar ook de bedreigingen. Daarbij moet er een aspect niet over het hoofd gezien worden: tegenspraak. In het bijzonder in de

⁸ Zie artikel 'Meest defensieve profielfondsen ABN: 63% in liquiditeit', *Fondsnieuws*, augustus 2016.

⁹ Zie 'Meer consumenten beleggen met specifiek doel', AFM, 9 maart 2016.

professionele wereld kan een situatie ontstaan waarbij een of enkele deskundige (of deskundig veronderstelde) bestuursleden sterk overtuigd zijn van hun gelijk. Andere leden voelen zich daardoor mogelijk minder geroepen om zich kritisch op te stellen en 'zonder kritiek de leider(s) te volgen'. Deskundigen zonder tegenspraak worden tirannen die sterk leunen op het krijgen van het eigen gelijk. Pakt het anders uit dan rechtvaardigt men dit ongelijk eenvoudig door een pseudo-rationele analyse waarbij wordt beredeneerd dat bepaalde determinanten anders hebben uitgepakt en dat dit niet te overzien was. De conclusie, maar vooral het resultaat blijft hetzelfde: de resultaten zijn onvoorzien slecht waarbij de ene groep een gekrenkt ego heeft en de andere groep een beschadigd vertrouwen.

Het kritisch begeleiden van zowel professionele als niet-professionele beleggers door hen te wijzen op hun eigen emotionele valkuilen kan een grote toegevoegde waarde zijn van de beleggingsonderneming.

4. Concluderende opmerkingen

In de presentatie van haar agenda 2016-2018¹⁰ heeft de AFM een aantal financiële trends geïdentificeerd. Op de eerste plaats schetst zij een lage rente omgeving die een grote impact heeft op de financiële markten en die versnellend werkt voor andere trends. Dit is niet ten onrechte. Ofschoon een (extreem) lage rente macro-economisch goed te verklaren is, heeft het een aantal micro-economische bijwerkingen waar de beleggingsonderneming wel degelijk rekenschap van moet geven (overigens geldt dit voor meer situaties zoals een beurshausse). Aangezien een lage rente directe implicaties heeft voor zowel de inkomsten als de lastenzijde van de balans is hier wel sprake van een bijzondere situatie. Een situatie die ook aandacht vraagt van de compliance officer. Deze zou in overleg met het management en de afdeling riskmanagement moeten inventariseren welke (aanvullende) risico's de cliënt, maar ook de beleggingsonderneming loopt. Vervolgens zal moeten worden beslist of er direct ingegrepen moet worden. Is dit niet het geval, dan kan met behulp van scenario-analyse gekeken worden in welke omstandigheid er wel ingegrepen zou moeten worden. Zoals we duidelijk hebben proberen te maken is een intern riskmanagement niet afdoende. De compliance officer zou moeten vaststellen wat de consequenties kunnen zijn voor de beleggingsprofielen en hierover intern in overleg moeten gaan. Voorts zou moeten worden geborgd of en hoe de cliënten geïnformeerd moeten worden en in welk tijdsbestek dit moet gebeuren. De compliance officer zou hier een belangrijke 'aanjagende' functie moeten hebben en het voortouw moeten nemen in deze discussie. ■

¹⁰ Zie 'Toezicht in tijden van verandering', AFM, januari 2016.