

Vragen gesteld door de leden der Kamer, met de daarop door de regering gegeven antwoorden

746

Vragen van het lid **Leijten** (SP) aan de Minister van Financiën over de *snelgroeiende handel in Exchange Traded Funds (ETF's) door de herziene richtlijn markten in financiële instrumenten (MIFID II)* (ingezonden 22 november 2017).

Antwoord van Minister **Hoekstra** (Financiën) (ontvangen 19 december 2017).

Vraag 1

Bent u op de hoogte van de snelle groei van handel in een bepaald type beleggingsfondsen (ETF's), die als doel hebben hetzelfde beleggingsresultaat te behalen als bepaalde beursindexen?¹

Antwoord 1

Ja.

Vraag 2, 5

Hoe beoordeelt u de groei van deze markt, waarvan ETFGI – het bedrijf dat deze fondsen volgt – stelt dat er per eind juni 2017 het zesvoudige in is geïnvesteerd ten opzichte van 2008? Bent u van mening dat deze snelle groei een levensgroot risico in zich draagt de aanstichter te zijn van een nieuwe crisis?^{2 3}

Welke garanties kunnen er geboden worden dat de handel in dergelijke fondsen de Europese economie niet zal ontwrichten? Kan u uw antwoord toelichten?⁴

Antwoord 2, 5

Exchange-Traded Funds (ETF's) zijn beleggingsinstellingen die een vooraf vastgestelde index volgen en daarom vaak als *tracker* worden aangemerkt. Zo zijn er bijvoorbeeld de AEX-indextrackers, die de AEX volgt door (vrijwel) exact dezelfde aandelen, in dezelfde verhouding, op te nemen als de AEX-index. Indextrackers kunnen naast een index, echter ook bijvoorbeeld een grondstof (zoals olie) of valutabeweging volgen. In de regel worden de

¹ <http://marketsmedia.com/mifid-ii-boost-european-etfs-2/>

² <https://www.nrc.nl/nieuws/2017/08/17/een-frisse-kandidaat-voor-de-volgende-crisis-12556789-a1570161>

³ <https://fd.nl/economie-politiek/1227817/ongemak-groeit-over-voortdenderende-economie>

⁴ <https://www.nrc.nl/nieuws/2017/08/17/een-frisse-kandidaat-voor-de-volgende-crisis-12556789-a1570161>

indexen daadwerkelijk (fysiek) aangehouden door de fondsbeheerder. Er zijn ook mogelijkheden dat de index synthetisch wordt gerepliceerd. Hiermee wordt een tracker bedoeld die de rendementen van de onderliggende index nadoet door het aangaan van een swapovereenkomst, in plaats van het aankopen van de onderliggende stukken van de index. Bij een swapovereenkomst wordt met de tegenpartij de afspraak gemaakt dat zij het rendement levert van de gevolgde index. Indextrackers komen voor in alle soorten en maten, en kunnen sterk afwijkende productkenmerken hebben.

ETF's kunnen voor investeerders een interessante belegging zijn omdat tegen relatief lage kosten gespreid kan worden geïnvesteerd. Kosten van een ETF liggen doorgaans lager dan kosten voor een actief beheerd beleggingsfonds. Net als elk beleggingsproduct zitten er ook risico's aan ETF's voor zowel de belegger als het systeem in het geheel. Voor de belegger spelen voornamelijk beleggingsrisico's die ook aanwezig zijn bij andere beleggingsproducten, zoals waardefluctuaties en liquiditeit van de markt. Deze risico's worden gecommuniceerd in de fondsdocumentatie en eventueel door de (beleggings-)adviseur. Op dit moment lijkt de omvang te beperkt om de economie te kunnen ontwrichten. Als er al stress in de markt is, dan zal dat niet voortkomen vanuit ETF's, maar zullen ETF's evenals andere beleggingsproducten de gevolgen daarvan ondervinden. Daarentegen kunnen ETF's ook bijdragen aan de financiële stabiliteit. Zo kunnen secundaire markten in ETF's in stressomstandigheden liquiditeit bieden en kunnen ETF's handelen tegen een korting of een premie, waardoor het risico op een massale verkoop door investeerders gedempt kan worden.

ETF's maken inderdaad een sterke groei door. Op basis van data van de Europese branchevereniging van vermogensbeheerders (EFAMA) blijkt dat de omvang van (*Assets under Management, AuM*) wereldwijd 42.000 miljard is. ETF's vormen met ongeveer 4.100 miljard AuM nog geen tien procent van de totale omvang. In Europa is het relatieve aandeel van ETF's ten opzichte van de totale AuM overigens kleiner, namelijk ongeveer vier procent. Gegeven de snelle groei van ETF's is monitoring van de potentiële risico's wel nodig. Om deze reden houden diverse internationale gremia zich bezig met dit onderwerp, zoals de *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)* en de Europese Effecten- en Marktenautoriteit (ESMA), maar ook de Autoriteit Financiële Markten (AFM) monitort de markt.

Vraag 3, 4, 7

Kunt u aangeven hoe u aankijkt tegen de grootte van de markt van ruim 4.100 miljard dollar in het licht van de doelstellingen die beoogd worden met MiFID II, te weten het transparanter maken van de Europese financiële markten? Hoe interpreteert u deze wetgeving in relatie tot ETF's?⁵

Deelt u de mening dat de implementatie van MiFID II een onevenwichtige snelle groei van deze handel in Europa in gang zal zetten? Ziet u dit als een wenselijke ontwikkeling? Vindt u niet dat wetgeving die een dergelijk risicovol product stimuleert kritisch onder de loep moet worden genomen?⁶

Erkent u dat het opleggen van transparantie voor de handel in de fondsen, één van de oogmerken van MiFID II, niets toevoegt als de weerslag voor de reële economie te groot wordt om te kunnen hanteren? Kunt u uw antwoord toelichten?⁷

Antwoord 3, 4, 7

MiFID II zorgt voor meer transparantie over (de totale) kosten van beleggingsdienstverlening en financiële instrumenten.⁸ Deze transparantie kan bijdragen aan een toename in de vraag voor ETF's, aangezien beleggers beter in staat zullen zijn de totale kosten, en de invloed daarvan op het te verwachte rendement, van actief beheerde fondsen af te zetten tegen de kosten en het rendement van ETF's. Zoals eerder vermeld, zijn de kosten van een ETF doorgaans lager dan van een actief beheerd beleggingsfonds. Voor Nederland geldt dat er sprake is van veel regelgeving op het gebied van transpa-

⁵ <https://www.ft.com/content/d24fc1d6-60a1-11e7-8814-0ac7eb84e5f1>

⁶ <http://marketsmedia.com/mifid-ii-boost-european-etfs-2/>

⁷ <http://marketsmedia.com/mifid-ii-boost-european-etfs-2/>

⁸ Richtlijn 2014/65/EU van het Europees parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (PbEU 2014, L 173).

rantie over kosten. Het is niet te voorspellen of de implementatie van MiFID II een onevenwichtige snelle groei van deze handel in gang zal zetten. Toezichthouders monitoren de ontwikkeling van de groei van ETF's. Daarnaast biedt het MiFID II-kader zowel aan ESMA als de AFM de mogelijkheid om financiële producten van de markt te halen indien er een significante reden tot bezorgdheid is omtrent de beleggersbescherming of indien er een bedreiging is voor het ordelijk functioneren en de integriteit van financiële markten of voor de stabiliteit van (een deel van) het financiële stelsel.

Vraag 6

Bent u het eens met de stelling dat voor de uitgevers van deze fondsen (ETF's) goed bestuur nog amper een onderwerp van gesprek is? Hoe wilt u zorgen voor een toename van de kwaliteit van deze handel?⁹

Antwoord 6

Een van de aandachtspunten bij de groei van passief beleggen, waaronder ETF's, is de invloed op de corporate governance. Het aandeel passief beleggen in de totale omvang van AuM is op dit moment nog te beperkt om hier uitspraken over te kunnen doen. Uit een recent artikel in *The Economist* blijkt dat de grote aanbieders van passieve fondsen, waaronder dus ETF's, niet actief campagne voeren om de strategie van een onderneming aan te passen, maar dat ze wel vaker voor de voorstellen van «activisten» stemmen dan voor de voorstellen van het bestuur.¹⁰

Vraag 8

Hoe denkt u over het reguleren van de handel in deze fondsen en het aan banden leggen van flitskapitaal?¹¹

Antwoord 8

De handel in ETF's en de handel met behulp van een techniek van hoogfrequente algoritmische handel (flitshandel) zijn twee aparte onderwerpen, welke beide overigens (onder andere) door MiFID II gereguleerd worden. Zoals in antwoord op vragen 2 en 5 al naar voren kwam, zijn ETF's beleggingsinstellingen. Het is op grond van de Wet op het financieel toezicht (Wft) verboden om zonder vergunning van de AFM een beleggingsinstelling te beheren of rechten van deelneming in een beleggingsinstelling aan te bieden. De vergunningseisen richten zich met name op het waarborgen van een integere en beheerste bedrijfsvoering. Afhankelijk van de precieze vorm van de beleggingsinstellingen vinden de regels hun oorsprong in de richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen¹² of de richtlijn instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's).¹³ In beide gevallen geldt een prospectusplicht voor het aanbieden van deze producten. Aangezien een recht van deelneming in een beleggingsinstelling kwalificeert als financieel instrument, zal dienstverlening (van de beheerder of een derde partij) met betrekking tot rechten van deelneming in een beleggingsinstelling kwalificeren als beleggingsdienst. De regels rond het verlenen van beleggingsdiensten vinden hun oorsprong in MiFID.¹⁴ Het gaat hier onder andere om regels omtrent zorgvuldige dienstverlening, zoals informatieverstrekking en «ken uw cliënt». Dergelijke maatregelen betreffen de bescherming van beleggers en

⁹ <https://www.iexprofs.nl/Column/269614/ETFs/ETF-industrie-lift-mee-in-strijd-tegen-zwak-bedrijfsbestuur.aspx>

¹⁰ <https://www.economist.com/news/business-and-finance/21731333-criticism-index-tracking-funds-ill-directed>

¹¹ <https://fd.nl/economie-politiek/1227817/ongemak-groeit-over-voortdenderende-economie>

¹² Richtlijn 2011/61/EU van het Europees parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010 (PbEU 2011, L 174).

¹³ 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 (icbe's) (herschikking) (PbEU 2009, L 302).

¹⁴ Richtlijn 2004/39/EG van het Europees parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (PbEU 2004, L 145).

worden in 2018 aangescherpt met de inwerkingtreding van het wetsvoorstel ter implementatie van MiFID II.¹⁵

Flitshandel, oftewel handel met behulp van een techniek van hoogfrequente algoritmische handel wordt eveneens gereguleerd door MiFID II. Een beleggingsonderneming die zich bezighoudt met algoritmische handel dient het handelsplatform waar zij lid of deelnemer van is in kennis te stellen van het feit dat zij zich bezighoudt met algoritmische handel. In het geval een beleggingsonderneming gebruik maakt van een techniek van hoogfrequente algoritmische handel dient de beleggingsonderneming de gegevens van al haar geplaatste orders te bewaren en stelt zij deze op verzoek ter beschikking aan de toezichthouder. Voor alle ondernemingen die hoogfrequente algoritmische handel toepassen wordt door MiFID II een vergunningplicht geïntroduceerd zodat deze ondernemingen aan organisatorische eisen zijn onderworpen en onder toezicht staan.

In het kader van algoritmische handel worden ook eisen gesteld aan handelsplatformen waar met behulp van algoritmen wordt gehandeld. Zo dient een exploitant van een handelsplatform erop toe te zien dat zijn handelssystemen naar behoren zijn getest om aan grotere orderstromen of marktspanningen het hoofd te kunnen bieden. Ook moeten de handelssystemen zijn toegerust met handelsonderbrekers (*circuit breakers*) en dient de exploitant te beschikken over systemen, procedures en regelingen om de deelnemers en leden te verplichten algoritmen te testen. Tot slot zal de exploitant van een handelsplatform ervoor moeten zorgen dat aangegeven wordt welke orders het resultaat zijn van algoritmische handel (*algo flagging*), welke algoritmen voor de totstandkoming van de orders zijn gebruikt en welke personen de orders hebben geïnitieerd.

Vraag 9

Deelt u de mening dat nu de ECB zijn stimulering voortzet en de leningen in de uitverkoop gaan, het besmettingsgevaar van ETF's op de rest van de economie alleen maar groter is geworden?^{16 17}

Antwoord 9

Zoals wordt aangegeven door het Financieel Stabieleitscomité, de European Systemic Risk Board (ESRB) en de ECB schuilen er risico's in de huidige stemming op de financiële markten. Dankzij het ruime monetaire beleid en de mondiaal aantrekkende economie heerst op financiële markten een positieve stemming. Dit uit zich in een lage volatiliteit en stijgende vermogensprijzen. De lage volatiliteit kan echter een vertekend beeld geven van de risico's. Zo weten we uit het verleden dat juist in rustige perioden vaak onevenwichtigheden opbouwen. Wanneer het marktsentiment plotseling omslaat, bijvoorbeeld door onverwachte (geo-)politieke gebeurtenissen of een snellere dan verwachte monetaire exit, zijn scherpe prijscorrecties op financiële markten mogelijk. Ook de Nederlandse financiële sector is hiervoor kwetsbaar, via bijvoorbeeld verliezen op beleggingsportefeuilles (pensioenfondsen en verzekeraars) en via herfinancieringsrisico's (banken). ETF's zullen als onderdeel van het gehele belegd vermogen ook geraakt worden door stress op de markt. Het potentiële besmettingsgevaar van ETF's staat ook op het netvlies van de eerder genoemde (inter)nationale toezichthouders, zoals de AFM.

Vraag 10

Bent u de mening toegedaan dat met het aanbieden van ETF's een bank haar eigen klanten schept, waarvoor ze vervolgens vrijuit mag speculeren ook al weet de klant dit niet? Bent u ook van mening dat dit bij een klappende aandelenbubbel kan leiden tot grote problemen?¹⁸

¹⁵ Kamerstuk 34 583, A.

¹⁶ <https://fd.nl/economie-politiek/1227817/ongemak-groeit-over-voortdenderende-economie>

¹⁷ <https://fd.nl/beurs/1227877/markten-onvoorbereid-op-hogere-inflatie>

¹⁸ <https://fd.nl/economie-politiek/1227817/ongemak-groeit-over-voortdenderende-economie>

Antwoord 10

Het klappen van een aandelenbubbel zal brede consequenties hebben, zowel voor beleggers die direct in aandelen beleggen als voor beleggers in aandelenfondsen, waaronder ETF's. Doorgaans volgen ETF's een bepaalde index door het in verhouding aankopen van de onderliggende stukken (bijvoorbeeld de aandelen die samen de AEX bepalen). Er zijn echter ook ETF's die de rendementen van de onderliggende index nadoen door het aangaan van een swapovereenkomst, in plaats van het aankopen van de onderliggende stukken van de index. Bij een swapovereenkomst wordt met de tegenpartij de afspraak gemaakt dat zij het rendement levert van de gevolgde index. Dit zijn zogeheten synthetische ETF's. Deze zijn op dit moment nog zeer gering in omvang.

Vraag 11

Bent u het eens met de stelling dat de invloed van indexen zich verspreidt naar vrijwel alle institutioneel beheerde fondsen?¹⁹

Antwoord 11

Institutionele beleggers beleggen in uiteenlopende producten waarbij indexen een belangrijke rol spelen. Ook hier geldt dat indexfondsen een onderdeel zijn in de gehele beleggingsportefeuille. ETF's kunnen daarbij het risico verminderen doordat via indexfondsen als onderdeel van de gehele portefeuille diversificatie plaatsvindt.

¹⁹ <https://www.ft.com/content/53b5b728-a9ae-11e5-9700-2b669a5aeb83>