

Artikel 1: FCA says Mifid II has had 'positive' effects

1. Artiklen handler om FCA, et af de britiske tilsyns, vurdering af effekterne af MiFID II inden for det område der er kendt som "unbundling", altså opdelingen af udførelsen af handler (execution) fra tillægsydelse som de analyser, der før i tiden fulgte "gratis" med handelseksekveringen.
2. Den generelle vinkel på denne artikel er hvorvidt regulering af kapitalmarkedet virker efter hensigten.
3. Der er flere relevante aspekter at grave lidt dybere i:
 - a. Har loven haft den tilsigtede effekt? Iflg CFA er svaret klart ja, priserne på analyser er faldet pga den konkurrence som transparensen i prisen på analyser har medført. Det har sparet forbrugerne for betydelige beløb. Den øgede transparens i priserne for eksekvering af handler er ligeledes positiv iflg CFA, der især hæfter sig ved at unbundling (og dermed transparens) reducerer interessekonflikter.
 - b. Har loven haft uheldige bivirkninger? Ja, til dels. For det første har mange markedsdeltagere iflg CFA ganske enkelt haft svært ved at forstå loven, dette har bla medført, at det halter med implementeringen og dermed udebliver lovens fulde effekt. En lobbygruppe for uafhængige analytikere har påpeget at deres medlemmer er blevet ramt hårdt, men FCA er knap så overbeviste om analysens konklusioner og fastholder de klare overordnede fordele for forbrugerne, som prisfaldet på analyser har medført. Dog er FCA bevidste om, at nogle af de større aktører måske har været så ivrige for at bevare markedsandele, at de har sat priserne på analyser så langt ned, at det ikke på sigt vil være holdbart. Det er dog svært at udlægge de lave priser som andet end godt nyt set fra et forbrugerperspektiv.
 - c. Det nævnes i en bisætning, at dette aspekt af MiFID lovgivningen (blandt mange andre tiltag inden for samme lovgivning) har bidraget til mere elektronisk handel. Logikken er her, at den laveste pris for handelseksekvering typisk er på elektronisk handel frem for den handel, der udføres manuelt. Når tillægsydelse (som analyse) udskilles fra selve handlen og dermed kan købes separat, så vil det alt andet lige øge tendensen til at handelseksekveringen søger derhen hvor den er billigst og dermed øges andelen af elektroniske handler. Dette har i sig selv været et centralt mål for hele MiFID lovgivningskomplekset, der sigter efter øget transparens bla gennem en reduktion i mængden af handler, der foregår OTC til fordel for platformsbaserede handler. I den sammenhæng påpeger JP Morgan i artiklen, at denne bevægelse mod elektronisk handel (der jo pr definition er platformsbaseret) har ledt til øget fragmentering og dermed IKKE til øget transparens. Dette er muligvis korrekt på den lidt kortere bane, men det er nok værd at huske på, at JP Morgan er et af verdens største handelshuse og dermed blandt dem der potentielt vil tabe mest ved en flytning til elektronisk handel. Desuden kan man påpege, at den øgede fragmentering jo kun fører til lavere transparens indtil der måtte komme en konsolidering blandt de eksisterende platforme – og så længe der ikke kommer nogen CTP (Consolidated Tape Provider), der løser problemet med at APAerne i sig selv ikke har vist sig særlig effektive i at øge tilgængeligheden af priser fra forskellige platforme.

Artikel 2: Alternativ data giver bedre investorindblik

1. Artiklen handler om adgang til og anvendelse af alternative data – herunder ESG data - for investorerne
2. Efter en længere indledning om alternative datas generelle anvendelighed kommer vi til sagens kerne. Nasdaqs nye ESG produkt. Dette hænger sammen med det, der muligvis er det hotteste emne inden for kapitalmarkederne i dag, nemlig den fremadstormende bæredygtighedsdagsorden.
3. Data er centrale for at understøtte denne dagsorden. Uden data er det ikke muligt at måle kunders interesse for de forskellige elementer af bæredygtighed, eller de forskellige investeringsmuligheders bæredygtighedsprofil. Ej heller er det muligt at meningsfyldt at efterleve et rapporteringskrav som virksomheder og rådgivere underlægges, hvis der ikke er nogen data at bygge på.

Dette har vi vænnet os til fsva finansielle data. Der er bred enighed om hvordan afkast og risiko måles og holdes op mod hinanden, og der er meget præcis lovgivning om, hvordan regnskaber, solvens, likviditet osv skal opgøres og rapporteres. Dette er en forudsætning for præcis og ikke mindst sammenlignelig rapportering. Fraværet af sammenlignelige data er nok bæredygtighedsdagsordenens væsentligste udfordring. Kundernes præferencer indenfor bæredygtighed skal afdækkes, og de skal rådgives alt efter disse præferencer, men der er ingen enighed i markedet – eller nogen form for vejledning fra myndighedernes siden – om hvordan bæredygtighed måles. Nasdaq bidrager til at skabe sammenlignelige data på tværs af de selskaber der er noteret på Nasdaqs platforme, og det er et godt og interessant initiativ, men det er kun et ganske lille skridt på vejen mod en global, homogen fortolkning af, hvordan vi måler ESG, og så længe det ikke er på plads kan denne vigtige dagsorden desværre degenerere til en diskussion om hvad der er højest, Rundetårn eller et tordenskrald?

Artikel 3: Efter halvandet år når ATP 15 mia i grønne obligationer

1. Artiklen handler om ATPs investeringer i såkaldt grønne obligationer
2. Dette rammer direkte ind i den bredere bæredygtighedsdagsorden, der nok er det hotteste emne inden for kapitalmarkedsområdet i dag
3. Der er flere lag af mulige perspektiveringer af dette emne:
 - a. ATP ønsker som institutionel investor at støtte den grønne omstilling og forfølger derfor bæredygtige investeringer. Dette flugter bla med, at ATP har etableret et egentligt ESG team, der er en integreret del af alle investeringsbeslutninger i ATP. Dette team og dets rolle nævnes kort i artiklen, og man kan evt komme ind på, at hvis ESG dagsordenen skal være effektiv, så kræver det at dette aspekt medtages i alle investeringsbeslutninger og ikke kun er "til pynt".
 - b. ATP vil som institutionel investor inden længe blive pålagt krav om at rapportere på deres bæredygtige investeringer. Ved at handle allerede nu vil de sandsynligvis bringe sig selv i en

situation hvor de vil stå gunstigt i offentligheden ved at have et vist niveau af grønne investeringer allerede.

- c. Dette understøttes af at ATP gennem nogen tid har været en såkaldt aktiv investor fsva deres aktie investeringer. I ESG terminologi kaldes aktivt ejerskab for engagement, og det er netop dette, som ATP nu også vil brede ud til ikke blot at dække deres aktieinvesteringer men også (dele af) deres obligationsinvesteringer.
- d. Man kan (kort) nævne afkast-problematikken, nemlig at der er en tendens til at grønne investeringer giver et dårligere afkast, fordi kreditorerne er villige til at belønne låntagerne (gennem lavere renter) for at engagere sig i grønne projekter. Denne problematik skøjter artiklen elegant hen over ved blot at referere til, at det risikjusterede afkast er det samme. Dette kan lede til en diskussion om hvorvidt grønne investeringer er mindre risikable i anden forstand end at de bidrager til at reducere den samlede miljørisiko, vi som samfund står overfor?
- e. Det er relevant at nævne, at ATP (selvfølgelig) også lider under at der ikke findes nogle globale standarder for at måle bæredygtighed. Dette forsøger ATP at løse ved dels at læne sig op af Green Bond Principles, der dog blot er et af en række standarder for at måle hvor grønne obligationer egentlig er, og kombinere dette med deres egne krav til udstederne, herunder at de vil have gennemsigtighed ned til hvad det rent faktisk er for investeringer disse obligationer finansierer. Dette kan igen skabe reference til Kommunekredit, der også udsteder grønne obligationer, men ikke belønnes rentemæssigt for dette, i og med at markedet gennemskuer, at disse grønne obligationer indgår i den fælles pulje af finansiering, som danske kommuner kan trække på. Danske kommuner gives i alle tilfælde samme rente, uanset om det er et "grønt" eller "sort" projekt der skal finansieres. Hermed gør investor jo de facto ingen forskel ved at købe en grøn frem for en almindelig Kommunekredit obligation (som også lever op til diverse standarder for grønne obligationer), og det er netop det ATP ønsker at komme uden om ved at have gennemsigtighed ned til den endelige investering, som obligationen finansierer. ATP går faktisk så langt, at de siger, at de vil holde øje med hvordan de bagvedliggende projekter løbende udvikler sig. Dermed bevæger ATP sig i retning af "impact assessment", der nok er den mest avancerede form for bæredygtighedsmåling – og samtidig den der er allerlængst fra nogen form for konsensus om hvordan det måles. Den lidt kyniske – men ganske reelle – kommentar hertil vil være, at det jo så står ATP nogenlunde frit for hvordan de vil måle og rapportere effekten af deres bæredygtige investeringer, når de reelt er frie til at opfinde – og efter behag genopfinde – den målestok de måler sig selv på.

Artikel 4: PFA smider over 3 mia kr i jysk flykomet

1. Artiklen handler om at PFA investerer direkte i et noteret selskab
2. De såkaldt alternative investeringer, som dette er et udtryk for, er især drevet af det lave renteniveau og har gennem det sidste årti været danske pensionssekskabers vækstområde. Dette er kontroversielt mener Tilsynet, der har stillet ganske skrappe krav til pensionssekskaberne for at sikre, at risikostyringen af denne form for investeringer kom på niveau med investeringerne i mere traditionelle, finansielle instrumenter som børsnoterede aktier og obligationer.
3. Igen kan artiklen perspektiveres i flere lag

- a. Investeringer i de såkaldte alternativer er drevet af det lave renteniveau – det fremgår direkte af artiklen. Det lave renteniveau gør, at afkastet af de traditionelle finansielle instrumenter er lavt, og det gør pensionskasserne interesserede i andre (såkaldte alternative) investeringsobjekter, i deres søgen efter afkast.
Historisk har pensionselskaber investeret i ejendomme, som den eneste form for alternativ til finansielle instrumenter. Ejendomme er ganske vist ikke nær så likvide som finansielle instrumenter, men der er dog tilstrækkeligt mange tilstrækkeligt homogene ejendomme med tilstrækkeligt forudsigelige og modellerbare betalingsstrømme til at ejendomme efterhånden er blevet en mellemting mellem de traditionelle finansielle instrumenter og de ”nye” alternative investeringer.
- b. Tilsynet er – som det også fremgår direkte af artiklen – bekymret for denne betydelige vækst i alternative investeringer. Kernen i Tilsynets bekymring er at pensionselskaberne ikke forstår og ikke kan styre den risiko de kaster sig ud i ved at investere i alternativer. Tilsynet udsendte derfor i forsommeren 2018 en redegørelse for, hvordan pensionselskaberne skulle håndtere disse investeringer byggende på Prudent Person Princippet, der er hentet fra Solvency-regimet.
- c. I artiklen nævnes direkte eksempler på hvilke øvrige alternativer, PFA har investeret i. Fælles for dem er, at det traditionelt er den form for aktiver, som hedge- og kapitalfonde eller de store investeringsbanker har kastet sig over, og at disse har en markant højere risikoprofil end den form for aktiver pensionskasser har investeret i. De er illikvide og har afkaststrukturer, der afviger markant fra traditionelle aktiver. De dækker fx direkte kreditter (som det konkrete eksempel i artiklen) og private equity.
- d. For direkte kreditter gælder, at dette jo så er i virksomheder, som ikke har været i stand til at opnå den samme finansiering fra de kilder virksomheder traditionelt har skaffet kapital fra, nemlig bankerne og finansmarkederne. Dermed påtager pensionskasserne sig kreditvurderingen, som traditionelt har været bankernes domæne, og det er netop et af de centrale kritikpunkter fra Tilsynet. Har pensionskasserne tilstrækkelige kreditkompetencer, dels til at lave den due diligence der er nødvendig for at give det oprindelige lån, dels for at følge op på udviklingen i kreditten og i sidste instans at håndtere den nødlidende kredit, hvis det skulle komme dertil? PFA henviser til at de har opnormeret betydeligt på området, men er det tilstrækkeligt til, at de kan konkurrere med bankerne om at vurdere, hvem der skal – og hvem der ikke skal – gives lån?
- e. Et andet aspekt der især gælder private equity investeringerne er, at disse jo typisk ikke giver det store afkast før en exit, og timingen af denne er svært forudsigelig. Så længe det er en marginal investering gør det ikke noget for pensionskassernes løbende likviditetsbehov, men i takt med at disse alternativer vokser til at udgøre en stadig større del af pensionskassernes samlede investeringer kan denne type aktivers generelt lave likviditet blive problematisk.
- f. Et sidste aspekt er at det i artiklen nævnes, at alternative investeringer ” stiller store krav til, hvordan man får kommunikeret det videre til kunderne, så de er klar over, hvilken type risici, de påtager sig” – men hvor meget har kunderne reelt at vælge imellem, når den altovervejende del af danske pensionsmidler styres af selskaberne og ikke den enkelte pensionsopsparer (anset at dette er muligt), og alle danske pensionselskaber forfølger ensartede strategier i mængden af alternativer de investerer i?