



EUROPESE
COMMISSIE

Brussel, 26.6.2013
SWD(2013) 231 final

WERKDOCUMENT VAN DE DIENSTEN VAN DE COMMISSIE

SAMENVATTING VAN DE EFFECTBEOORDELING

bij

**Voorstel voor een
VERORDENING VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD
betreffende**

Europese langetermijninvesteringsfondsen

{ COM(2013) 462 final }
{ SWD(2013) 230 final }

1. INLEIDING

Een van de problemen die door de crisis aan het licht zijn gekomen, is dat beleggers vooral geïnteresseerd zijn in winsten op korte termijn ten nadele van de achterliggende doelstelling van de kapitaalmarkten, namelijk het financieren van groei in de reële economie.

Het is nodig beleggers aan te moedigen verbintenissen op langere termijn aan te gaan ten aanzien van activa zoals infrastructuurprojecten door “patient capital” te verstrekken in plaats van kortetermijnwinsten na te jagen. Dit soort beleggingen op langere termijn komt mogelijk niet in aanmerking om te worden terugbetaald gedurende een aantal jaren maar kan wel stabiele en voorspelbare rendementen opleveren. Dit komt dan ook ten goede aan de reële economie omdat geldmiddelen ter beschikking komen van ondernemingen en banen worden geschapen.

Beleggers met langer lopende verplichtingen zoals pensioenfondsen en verzekeraars vinden investeringen op langere termijn wellicht aantrekkelijk. Toch bestaan er geen onmiddellijk beschikbare poolingmechanismen zoals fondsen die dit op zodanige wijze gemakkelijker maken dat rekening wordt gehouden met de omvang, de schaal en de duur van de verbintenis die voor dergelijke langetermijnbeleggingen nodig is. Dit vormt ook een belemmering voor kleinere beleggers zoals kmo's en kapitaalkrachtige individuen, en voor retailbeleggers.

In deze effectbeoordeling wordt nagegaan of door de invoering van een grensoverschrijdend kader voor langetermijninvesteringen, de zogenoemde langetermijninvesteringfondsen (long-term investment funds of LTIF's), de vraag van institutionele en retailbeleggers naar dergelijke activa kan worden gestimuleerd. Deze werkzaamheden vormen een aanvulling op het groenboek van de Commissie over financiering op lange termijn van de Europese economie.

2. PROBLEEMOMSCHRIJVING

Probleemfactoren

Langetermijninvesteringen in infrastructuurprojecten, financiering van kmo's en dergelijke is mogelijk door middel van een groot aantal financiële instrumenten zoals aandelenparticipaties en leningen. Deze instrumenten hebben vaak als gemeenschappelijk kenmerk dat zij niet overdraagbaar en niet-liquide zijn en dat er weinig of geen secundaire markten voor bestaan. Beleggingen in dergelijke activa kunnen van bij de aanvang zeer grote kapitaaltoezeggingen vereisen die gelet op de grote behoefte aan kapitaal zelfs grote institutionele beleggers ervan kunnen afschrikken alleen in zee te gaan. Anders dan de markt voor liquide, overdraagbare activa zoals effecten, bestaat er geen eengemaakt kader voor dergelijke beleggingen. Een aantal lidstaten beschikken over nationale mechanismen in de vorm van erkende beleggingsvehikels terwijl andere niets hebben. Deze versnippering staat de ontwikkeling van een interne markt voor beleggers in de weg wanneer het gaat om blootstelling voor langlopende activa die weliswaar vaak een voorspelbaar rendement bieden maar niet-liquide van aard zijn.

Investeren in langlopende activa, via financiële instrumenten of door middel van onroerend goed, houdt grote risico's in wanneer deze investeringen niet passend worden beheerd. Het eerste risico is dat beleggers wegens het gebrek aan geharmoniseerde aanpak voor deze activa misleid worden over de aard en de risico's van de middelen waarin zij beleggen. Er bestaat onzekerheid over de essentiële aard van langlopende activa, hun profiel inzake risico en rendement en over de aanbevolen termijn van deelneming aan de belegging. Het tweede risico heeft te maken met de kenmerken van de activa, namelijk dat zij van nature niet-liquide zijn. Het derde risico is verbonden aan het feit dat fondsen die toegang tot dergelijke activa bieden, mogelijk niet over de vereiste expertise beschikken om activa te selecteren en te volgen alsmede om het rendementprofiel van een fonds af te stemmen op de behoeften van potentiële cliënten. Om deze redenen waren de prestaties van LTIF's niet altijd in overeenstemming met het plan en zijn beleggers soms misleid over de opbrengst die in het vooruitzicht was gesteld.

Probleembeschrijving

Het gevolg is dat er geen gemeenschappelijke, vergelijkbare grensoverschrijdende maatstaf bestaat voor wat langlopende activa of beleggingen zijn, voor wie zij geschikt kunnen zijn en op welke manier zij werken. Dit staat in contrast met de grensoverschrijdende markt voor liquide activa die de voordelen van geharmoniseerde productregels ondervindt zoals voorgeschreven door de richtlijn inzake instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's). Op de Europese icbe-markt wordt 6,350 miljard EUR aan activa beheerd.

Deze factoren hebben geleid tot een versnippering op de markt voor langetermijninvesteringsevenkels in de EU. Beleggers worden daardoor ontmoedigd om deze markt te verkennen omdat er, anders dan voor icbe's, geen gemeenschappelijke, herkenbare en gereguleerde productstructuur bestaat waarop zij kunnen vertrouwen. De richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (abi-beheerders) zal binnenkort een paspoort tot stand brengen voor beheerders die een grensoverschrijdend niet-icbe-fonds willen aanbieden. De richtlijn inzake abi-beheerders is echter van toepassing op beheerders maar niet op de fondsen die zij aanbieden, en voorziet derhalve niet in productregels of definities voor verschillende soorten activaklassen. Het is daarom niet waarschijnlijk dat het aangewezen probleem wordt opgelost. Kleine beleggers staan voor zelfs nog grotere barrières omdat de richtlijn inzake abi-beheerders geen paspoort in het leven roept waarmee beheerders grensoverschrijdende fondsen voor retailbeleggingen kunnen aanbieden. Verschillende nationale benaderingen zullen dus blijven bestaan.

Dit heeft geleid tot een reeks ongewenste resultaten. De kosten voor beheerders blijven hoger dan zij anders zouden zijn, omdat zij ten gevolge van de grensoverschrijdende belegging in de onderscheiden lidstaten met een rist juridische en productkwesties af te rekenen krijgen. De fondsen zijn kleiner dan zij anders zouden kunnen zijn, en de weerslag van de kosten op het rendement en de opbrengst van de belegging zal naar verhouding sterker zijn. Retailbeleggers hebben in andere lidstaten geen toegang tot de fondsen waarmee zij bekend zijn en waarin zij vertrouwen stellen. De kosten blijven hoog en er is een beperkte keuze aan fondsen. Hieruit volgt dat andere kleinere beleggers en retailbeleggers niet kunnen profiteren van de voordelen van de diversificatie die de toegang tot langetermijnbeleggingen zou kunnen opleveren.

De reële economie ondervindt hier ook de gevolgen van omdat alternatieve manieren om de groei op lange termijn te financieren beperkt blijven en ondernemingen hoofdzakelijk

afhankelijk blijven van bankfinanciering waarin de klemtoon steeds meer komt te liggen op kortetermijnverbindingen. Dit zet een rem op het aantal kapitaalondernemingen die voor toegang vanuit institutionele en retailzijde zorgen en trekt zo dan ook een wissel op hun mogelijkheden om op lange termijn te investeren en groei en werkgelegenheid voor de economie tot stand te brengen.

3. ANALYSE VAN SUBSIDIARITEIT

Fondsbeheerders, investeringsdoelen en beleggers zijn gevestigd over de hele Unie. Omdat de sector van het vermogensbeheer in wezen grensoverschrijdend van aard is, heeft de huidige versnippering van de markt van langetermijninvesteringen ertoe geleid dat deze sector wat efficiëntie betreft ondermaats presteert. Nationale regelgeving om dit te verhelpen blijft in wezen echter beperkt tot de desbetreffende lidstaat. Door het productprofiel van een LTIF op nationaal niveau te reguleren is een situatie ontstaan waarin tal van verschillende fondsstructuren zich onafhankelijk van elkaar hebben ontwikkeld. Nationale ingrepen hebben het ontstaan van een Unie-wijde interne markt verhinderd voor diegenen die LTIF's aanbieden aan hun beleggers.

Het is wenselijk een stabiel grensoverschrijdend mechanisme in te voeren om langetermijninvesteringen te bevorderen en dit kan een hulpmiddel zijn om het economische herstel aan te zwengelen. Uit de lange ervaring met icbe's blijkt dat EU-wijde productregels en -voorschriften een uiterst succesvol middel kunnen zijn om beleggingen in de desbetreffende activa te stimuleren.

Het is dan ook noodzakelijk op Europees niveau op te treden om een interne markt voor langetermijnbeleggingsfondsen tot stand te brengen.

4. DOELSTELLINGEN

De algemene doelstellingen zijn: (1) zorgen voor meer middelen voor langetermijnfinanciering in alle sectoren van de economie en (2) de samenhang van de interne markt vergroten. Daartoe moet worden voldaan aan drie specifieke doelstellingen: (1) de schaalvoordelen voor beheerders van LTIF's vergroten, (2) de keuzevrijheid en de bescherming die geïnteresseerde beleggers daarbij genieten, vergroten en (3) de investeringsstromen in activa met een langlopende beleggingshorizon vergroten.

Deze doelstellingen vereisen verder dat aan twee operationele doelstellingen wordt voldaan: (1) de belemmeringen in de interne markt wegnemen voor fondsen die langlopende activa beogen, waardoor het beleggerspubliek groter wordt, en (2) de mogelijkheden beperken dat LTI-vehikels op misleidende wijze te koop worden aangeboden.

5. BELEIDSOPTIES

Om de twee operationele doelstellingen te bereiken worden in de effectbeoordeling zeven beleidsopties voorgesteld die betrekking hebben op de productregels en de verschillende soorten beleggers. Deze opties lopen uiteen van niet-optreden tot invoering van productregels voor grensoverschrijdende LTIF's voor zowel institutionele beleggers als retailbeleggers. Elke optie is van belang voor de twee operationele doelstellingen.

| | |
|---------|---|
| Optie 1 | Geen maatregelen |
| Optie 2 | Ontwikkeling van een “soft” keurmerk maar niet van een paspoort |
| Optie 3 | Icbe’s, die al een paspoort hebben, toestaan een bepaalde vorm van blootstelling aan langetermijnactiva aan te gaan |
| Optie 4 | Een nieuw fonds, het LTIF, zou worden ingevoerd met een eigen reeks portefeuilleregels die betrekking hebben op de voor belegging in aanmerking komende klassen van langetermijnactiva. Deze nieuwe LTIF’s zouden alleen voor institutionele beleggers openstaan. |
| Optie 5 | Vergelijkbaar met optie 4 maar het fonds zou ook worden opengesteld voor vermogende individuen (High Net Worth Individuals). |
| Optie 6 | Het LTIF zou openstaan voor alle beleggers, met inbegrip van retailbeleggers. Dit zou strengere regels inzake bescherming van beleggers vereisen. In overeenstemming met het langetermijnkarakter van de activa zou er geen recht op terugbetaling bestaan. |
| Optie 7 | Vergelijkbaar met optie 6 maar met recht op terugbetaling, na een aanvankelijke lock-in van bijvoorbeeld drie jaar. |

6. BEOORDELING VAN DE EFFECTEN VAN DE GEKOZEN OPTIES

Optie 1, die geen beleidsmaatregelen voorstelt, is niet aanvaardbaar omdat niets wordt verholpen aan de gekende problemen.

Optie 2 zou niet-wetgevende maatregelen inhouden om convergentie tussen fondsen mogelijk te maken, waarbij langetermijnbeleggingen als doel worden gesteld en fondsen zichzelf in de handel aandienen als langetermijnbeleggingsfondsen. Dit zou waarschijnlijk de invoering van een vrijwillig productkeurmerk en van een vrijwillige gedragscode vereisen. Hoewel deze optie voor beheerders weinig kosten meebrengt, zal zij alleen aantrekkelijk worden indien lidstaten ervoor kiezen hun nationale ondersteunende regels te wijzigen. Derhalve is de optie niet echt denkbaar om de versnippering tegen te gaan.

Optie 3 maakt het mogelijk in een icbe een beperkte hoeveelheid niet-liquide en niet-overdraagbare activa aan te houden. Hiermee zouden retailbeleggers toegang krijgen tot langetermijnactiva en kan een paspoort worden verleend aan fondsen die ten minste een deel van hun middelen in langetermijnactiva investeren. Dit zou echter ingaan tegen het fundamentele beginsel van icbe’s dat beleggers te allen tijde hun belegging moeten kunnen terugkopen. Daarmee hebben beleggers vertrouwen gekregen in icbe’s. Verandering daarin zou het succes van icbe’s kunnen ondermijnen en kunnen leiden tot verwarring over de soorten activa waarin icbe’s kunnen beleggen en over de risico’s die daaraan verbonden zijn. Een aantal vermogensbeheerders hebben ook bezwaren geuit tegen een dergelijke verandering omdat ook zij bezorgd zijn dat dit het succes van de icbe’s zou kunnen ondermijnen.

Optie 4 zou leiden tot een herkenbaar product voor langetermijnbelegging dat door middel van een paspoort aan institutionele beleggers in heel de EU kan worden verkocht. De regels zouden worden afgestemd op die van de icbe's, bijvoorbeeld wat de in aanmerking komende activa betreft, maar zouden van toepassing zijn op activa die van nature niet-liquide en langlopend zijn. Dit zou niets verhelpen aan het probleem dat kleinere beleggers en retailbeleggers nog altijd van dergelijke beleggingen worden uitgesloten en op die manier niet in staat zijn hun portefeuilles te diversifiëren of bij te dragen tot de beschikbare kapitaalvoorraad.

Optie 5 verleent toegang tot deze fondsen voor vaak als HNWI (high net worth individuals) aangemerkte particulieren, die bekwaam worden geacht hogere beleggingsrisico's te kunnen aannemen. Voor het overige is deze optie vergelijkbaar met optie 4. Hoewel dit tot gevolg zou hebben dat de beschikbare kapitaalhoeveelheid wordt vergroot en de diversificatiemogelijkheden tot meer beleggers worden uitgebreid, blijven retailbeleggers nog steeds uitgesloten van de potentiële voordelen van beleggingen in dergelijke fondsen.

Optie 6 biedt de kans voor fondsen zoals omschreven in optie 4 die geen terugbetaling toestaan, om via een paspoort in de EU aan retailbeleggers te worden aangeboden. Hierdoor krijgt een zo ruim mogelijke groep van beleggers toegang tot dergelijke fondsen en kan een maximale hoeveelheid kapitaal potentieel beschikbaar worden gesteld voor dergelijke investeringen. Om te zorgen voor het niveau van bescherming dat retailbeleggers nodig hebben, zal het fonds aan productregels worden onderworpen om te komen tot voldoende diversificatie, beslechtting van belangenconflicten, meer transparantie op het gebied van de kosten en beperkt gebruik van hefboomen. Dit brengt onvermijdelijk enige extra kosten mee. Grondig verbeterde en geharmoniseerde productregels kunnen het risico voor misleidende verkooppraktijken tegengaan. Dit is een steun voor institutionele en retailbeleggers waarmee vertrouwen in langetermijnactiva wordt opgebouwd. Het fonds closed-ended maken heeft het voordeel dat beleggingen mogelijk worden in alle soorten langetermijnactiva omdat de structuur beter overeenstemt het niet-liquide profiel van deze activa. Deze oplossing heeft de verdienste transparant te zijn inzake de langetermijnverbintenis die investeringen in dergelijke activa vereisen.

Optie 7 is vergelijkbaar met optie 5 met uitzondering van het recht op terugbetaling dat eraan verbonden is. Mogelijkheden tot terugbetaling zouden beschikbaar worden na een vastgestelde termijn van bijvoorbeeld drie jaar, waarna beleggers op normale wijze toegang zouden krijgen tot hun geld. Hoewel er voor retailbeleggers nu minder gevaar is om in strijd met hun belangen aan het fonds vast te zitten (lock-in), wordt dit risico gelet op de niet-liquide aard van langetermijnactiva niet helemaal weggewerkt. Het betekent ook dat de fondsen een liquiditeitsbuffer moeten aanhouden om te waarborgen dat zij altijd in staat zullen zijn om te voldoen aan verzoeken om terugbetaling. Daardoor vermindert het aandeel van niet-liquide langetermijnactiva in handen van fondsen en verkleinen derhalve de voordelen inzake diversificatie van de portefeuille die hiermee aan beleggers worden geboden, alsmede de hoeveelheden geld die beschikbaar zijn voor investeringen in langlopende activa.

Gekozen optie

Op deze basis, na overweging van de opties 1 tot en met 7, blijkt optie 6 de hoogste graad van efficiëntie en doeltreffendheid te bezitten om een gemeenschappelijke definitie tot stand te brengen en om de belemmeringen voor een bloeiende interne markt voor

LTIF's weg te werken. Door retailbeleggers te betrekken worden onaangesneden kapitaalbronnen opengelegd en worden sterkere kansen geschapen om de versnippering in de nationale markten aan te pakken. Voorts wordt beheerders de mogelijkheid geboden LTIF's zonder terugbetalingsrecht op de markt te brengen, hetgeen door de flexibiliteit van deze optie een snellere en potentieel meer diepgaande introductie dan in optie 7 mogelijk maakt. Deze optie reproduceert bestaande modellen in landen die beleggingen door retailbeleggers toestaan.

7. TOEZICHT EN EVALUATIE

Voor de Commissie behoort evaluatie van wetgevende initiatieven tot haar prioriteiten. In het geval van dit voorstel van verordening zal erop worden toegezien of de markt voor langetermijnbeleggingsfondsen in de EU al dan niet is gegroeid. Indien deze markt zich na een redelijke termijn niet zou hebben ontwikkeld, moet opnieuw worden geëvalueerd of de regelgeving zelf moet worden veranderd.