

# European Long-Term Investment Funds: zullen ze bijdragen aan het herstel van Europa?

Auteur  
Jaap Koelewijn

## *Inleiding*

De Europese Commissie heeft een nieuw wettelijk kader voorgesteld dat voorziet in een makkelijke en snelle oprichting van beleggingsfondsen die voor de lange termijn willen investeren. Daardoor moet het mogelijk worden dat er meer middelen voor weinig liquide investeringsmogelijkheden ter beschikking komen. Zowel vragers naar kapitaal als aanbieders daarvan zouden elkaar door deze nieuwe structuur beter moeten kunnen vinden. De werking van het “lange stuk” van de kapitaalmarkt, dat als gevolg van de kredietcrisis nog steeds niet optimaal functioneert, zou daardoor moeten verbeteren. In een interview werden de ontwikkelaars van het plan, medewerkers van de Asset Management unit van het Directoraat Generaal Internal Market and Services van de Europese Commissie, kritisch bevestigd. Het Directoraat staat onder leiding van Michel Barnier (foto).

## *Waarom de markt faalt*

De kredietcrisis heeft grote invloed op de werking van de financiële markten. Ondernemingen kunnen moeilijk op de aandelenmarkt terecht. Ook de toegang tot het langlopende gedeelte van de obligatiemarkt is moeizaam. Bijkomende problemen zijn, dat de banken steeds minder goed in staat zijn om lange middelen te verstrekken. Banken kampen zelf met onevenwichtigheden op hun balansen. Ze moeten hoge liquiditeitspremies betalen voor de door hen aan te trekken middelen. En alsof de problemen nog niet erg genoeg zijn, worstelen de banken ook nog eens met de hogere eisen uit hoofde van het solvabiliteitstoezicht. Door de invoering van Bazel III moeten zij ten opzichte van hun risicogewogen activa meer buffers aanhouden. Dat noopt hen hun balansen te verkorten dan wel de kosten voor krediet in lijn te brengen met de hogere financieringskosten.

Ondertussen blijft de vraag naar financiële middelen voor de lange termijn groot. Er moet worden geïnvesteerd in wegen, andere vormen van infrastructuur, energieprojecten en vastgoed. Deze projecten kennen een lange aanlooptijd voordat zij daadwerkelijk gaan renderen. Door de schaarste aan lang kapitaal ondervinden juist deze activiteiten problemen bij het aantrekken van financiering tegen betaalbare voorwaarden.

## *De Europese reactie*

Deze problemen zijn in Brussel niet onopgemerkt gebleven. In een green paper signaleert de Europese Commissie de hiervoor genoemde knelpunten. Ook komt zij tot de conclusie dat er aan de zijde van de beleggers behoefte is

aan mogelijkheden om op de lange termijn besparingen uit te zetten. Door de vergrijzing neemt de vraag naar langlopende beleggingsalternatieven – voor rijke particulieren en kleine en middelgrote institutionele beleggers – toe. Daarbij komt dat zij op zoek zijn naar een vorm van yield pick up. De lage nominale rente dwingt hen te zoeken naar hoger renderende alternatieven.

Langlopende investeringen zijn een goede kandidaat om een wat hoger rendement te leveren. Wie de tijd heeft om de rit uit te zitten, kan immers een liquiditeitspremie realiseren. Dat is echter gemakkelijker gezegd dan gedaan. Het aanbod van fondsen dat voorziet in mogelijkheden om in illiquide projecten te investeren is volgens de Commissie beperkt. De aanbieders opereren veelal op lokaal niveau en zijn dan onderhevig aan de nationale regelgeving. Dat leidt tot fragmentatie van de markt.

## *Het voorstel voor een nieuwe structuur*

Om die redenen heeft de Commissie het initiatief genomen om een nieuw soort beleggingsfonds te faciliteren. De toepasselijke regels worden in een Europese verordening opgenomen. Hierdoor luiden de regels voor de ELTIF in elke lidstaat hetzelfde, waardoor het risico op gefragmenteerde regelgeving wordt ondervangen. In essentie staat de commissie het volgende voor ogen:

“A new type of fund – **European Long-Term Investment Funds**, or ELTIFs – would be created for investors willing to commit money over long periods. The funds could be offered to investors in any EU country – with **minimal red tape in individual countries** – if the funds meet certain rules covering:

- the types of assets and companies they could invest in
- how they spread the money
- the information they would have to give to investors.
- how they are set up and managed.”
- Investors would be **clearly informed** that:
- they could not get their money back on demand but would have to wait until a date specified in advance.
- they should not put all of their savings into these funds.”

Het gaat hier om een nieuw type fonds qua regulatoire behandeling, die binnen bestaande juridische structuren kan worden opgezet. Ter voorkoming van onduidelikheden: het fonds krijgt geen middelen vanuit de EU en evenmin is er sprake van (informele) druk op nationale overheden om middelen aan het fonds ter beschikking te stellen. Het is dus gewoon voor private beleggers.



Michiel Barnier

*De details van het plan besproken*

In het licht van de twee specials van het VBA Journaal over liquiditeit trok dit initiatief de aandacht van de redactie. In een interview met twee specialisten van het directoraat Financiële Markten gingen we in op de technische details van het plan. Ook gingen we in op de vraag wie er belang zouden hebben bij dit fonds – hetzij als belegger hetzij als vrager naar middelen – en uiteraard kwamen ook de mogelijke risico's ter sprake. Probeert men met dit fonds niet de bestaande regels op het gebied van prudentiële toezicht te ontlopen en is er geen risico dat de overheid uiteindelijk met de onbetaalde rekening blijft zitten als er iets fout gaat?

*Als u kort aan de lezers van het VBA Journaal zou willen uitleggen waarom deze fondsstructuur wordt ingericht, wat zijn dan volgens u de argumenten?*

Wat we zagen was dat na 2008 de kapitaalmarkt steeds minder goed ging functioneren. Er is een relatief groot

aanbod van investeringen met een relatief hoge en stabiele kasstroom. Denk aan tolwegen, energie en vastgoed. Voor beleggers met een lange tijdshorizon zijn dit aantrekkelijke beleggingen. Zij kunnen daarmee immers een goede match maken tussen hun ingaande en uitgaande kasstromen. Voor 2008 waren deze projecten relatief goed financierbaar. Er was een ruim aanbod van middelen en de liquiditeitspremies waren laag. Daarmee is niet gezegd dat het eenvoudig was om langetermijninvesteringen te doen, maar na 2008 verslechterde de markt dramatisch. De impact van de kredietcrisis is bekend. Banken kunnen hun rol als financier van langlopende investeringen steeds minder goed vervullen en het ziet er niet naar uit dat dit in de nabije toekomst beter zal gaan.

Zoals ook in onze publicaties staat, is er geen uniforme structuur voor fondsen die op de lange termijn willen beleggen. De regelgeving is lokaal. Daardoor is het erg moeilijk om op een pan-Europees niveau een fonds te

ontwikkelen dat zich specifiek kan richten op investeringen op de lange termijn. Wij hopen en verwachten dat het inrichten van een structuur op Europees niveau kan bijdragen aan een verbeterde werking van de markt. Het zal nu mogelijk worden om na 2014 snel een structuur in te richten. Het verminderen van de bureaucratische rompslomp was een belangrijke eis.

#### *Hoe zal het fonds er in de praktijk uit gaan zien?*

De doelstelling van het fonds is het faciliteren van lange termijn investeringen. Maar het gaat niet om een venture capital-achtig fonds dat primair in start up bedrijven gaat investeren. We maken een onderscheid tussen wat we greenfields en brownfields noemen. De greenfields zijn de relatief nieuwe ondernemingen die nog geen echt track record hebben. Zij kunnen in beginsel ook via de nieuwe fondsstructuur gefinancierd worden, maar het is niet de bedoeling dat men zich alleen maar gaat richten op nieuwe activiteiten met een hoog risico. Onder ideale omstandigheden zal het fonds in zowel nieuwe als bestaande activiteiten investeren. De technologie is bekend, dus de inherente risico's zullen wat minder groot zijn. Het perspectief van deze bedrijven op een stabiele en voorspelbare kasstroom is daarom wat beter.

We verwachten dat er in de praktijk fondsen met verschillende risicoprofielen zullen gaan ontstaan. Dat kan hem zitten in de verhouding tussen greenfields en brownfields, maar ook in het soort brownfields waarin wordt geïnvesteerd. Wij verwachten dat de nadruk zal gaan liggen op projecten die over een vrij lange periode een gezonde kasstroom genereren, want dat is wat de belegger wil.

#### *Wie gaat het fonds funden?*

De fondsen zullen zich primair op de markt richten en niet zozeer op overheidsinvesteringen. Wij hopen dat publiek-private partnerships erdoor gestimuleerd worden. De overheden hebben in tijden van bezuinigingen in de eerste plaats geen geld, maar bovendien vinden wij dat een goed werkende markt ervoor moet zorgen dat vraag en aanbod aan elkaar gekoppeld worden. Met deze structuur willen we bereiken dat de markt beter gaat werken, maar het gaat nadrukkelijk niet om een vehikel dat moet gaan leunen op overheidsfinanciering.

#### *Voor welk type investeringen is het fonds bedoeld?*

Daar hebben we het natuurlijk al over gehad. Het gaat primair om langlopende investeringen met een aantrekkelijke kasstroom. Veel langtermijninvesteringen hebben een aantrekkelijke verhouding tussen risico en rendement. Het grote probleem is dat ze niet liquide zijn. Een investering in een tolweg is niet erg risicovol. Het is zaak dat er voldoende auto's overheen rijden, maar de technologie is niet echt spectaculair. Het beletsel is dat de belegger de tijd moet willen hebben om de rit uit te zitten. Hij kan niet gemakkelijk tussentijds uitstappen, maar hij krijgt wel een vergoeding voor de lagere liquiditeit van zijn belegging. Er is wel sprake van een politiek risico. Deze investeringen strekken zich over een lange periode uit en de regelgeving en beleid kunnen ondertussen natuurlijk wel veranderen.

Het voordeel voor de investeerders zou moeten zijn dat via een fonds de beleggingen gepoold kunnen worden. Dat verlaagt dan de zoekkosten naar investeerders.

#### *Wat zijn de voordelen voor de beleggers?*

Wij verwachten dat de beleggers op verschillende manieren kunnen profiteren van het fonds. Doordat de beleggingen in eenzelfde soort activa gepoold worden, zullen de kosten van screening dalen. Het ligt in de lijn der verwachting dat fondsen een gespecialiseerde staf zullen aantrekken die in staat zal zijn efficiënter te opereren. Daardoor kunnen de kosten als percentage van het geïnvesteerde vermogen omlaag. Ook kunnen we ons heel goed voorstellen dat een gespecialiseerd fonds dat flinke belangen heeft in bepaalde soorten investeringen goedkoper zal kunnen monitoren. Kortom, we verwachten dat over een breed front de relatieve kosten omlaag kunnen. Verder denken we dat diversificatie een belangrijk motief zal zijn om mee te doen. Er is diversificatie ten opzichte van andere asset classes en binnen de langetermijnportefeuille zelf kan men ook spreiding over meerdere projecten realiseren.

#### *Welk type beleggers zal het fonds aantrekken?*

We richten ons niet primair op de heel grote beleggers. Die weten hun weg zelf – al of niet in samenwerking met andere fondsen – te vinden. Vergeet niet dat er nog een grote categorie kleinere instituten bestaat die in beginsel wel op de lange termijn wil beleggen, maar het te ingewikkeld en/of te duur vinden om dat zelf te doen. Juist die categorie beleggers heeft belang bij deze nieuwe structuur. Dat geldt ook voor wat we noemen high-net-worth beleggers. Dit soort langetermijnbeleggingen is bij uitstek geschikt voor mensen met een aanzienlijk vermogen. Zij kunnen het zich veroorloven om een deel van hun vermogen voor de lange termijn ergens onder te brengen.

#### *En de retail belegger?*

Zelfs al zijn de regels specifiek toegesneden op de retail belegger, dan nog verwachten wij dat het voornamelijk instituten en high-net-worth beleggers zullen zijn die instappen. Zij hebben belang bij een goed gedefinieerde structuur. Wij voorzien dat door demografische ontwikkelingen de behoefte aan investeringsmogelijkheden voor de lange termijn zal toenemen. Maar met deze structuur willen we vooral de (semi-)professionele belegger faciliteren.

#### *Hoe zullen de toezichhouders met dit fonds omgaan?*

#### *Zullen ze minder zware solvabiliteitseisen gaan hanteren?*

Toezichhouders vinden het belangrijk dat de beleggingen een duratie hebben die in lijn is met die van de verplichtingen. Vanuit een politiek perspectief zijn investeringen in projecten met een lange looptijd gewenst. De toezichhouders moeten een belangenafweging maken. Het gaat om het belang van de polishouders en de risico's die met de beleggingen samenhangen. Er is kritiek geweest op Solvency II omdat er voor een aantal soorten beleggingen – waaronder de langlopende – te hoge eisen werden gesteld. De nu gemaakte kalibraties zijn gebaseerd op de beschikbare statistieken. Als dat beeld verandert – en de risico's mogelijk lager zijn – dan kunnen de toezichhouders de kalibraties aanpassen. Dat kan natuurlijk ook op

basis van de interne modellen, die mogelijk gebruikt gaan worden, kunnen gebeuren.

#### *Toezichtsarbitrage is dus niet mogelijk?*

De vermogens Eisen worden geformuleerd op een wijze die we kunnen vergelijken met CRD (Capital Requirement Directive) en Solvency II. De langetermijnbeleggingen in de ELTIFs zullen in lijn met deze eisen worden gewogen. We kunnen en willen geen uitzonderingen maken ten opzichte van andere soorten beleggingen. Belastingen zijn een nationale aangelegenheid, daar gaan wij niet over op Europees niveau.

#### *Is er het risico van moral hazard?*

Er zijn heel duidelijke regels die voorschrijven dat de beleggers geïnformeerd moeten worden over de aard van de beleggingen en het closed-end karakter. Omdat we verwachten dat beleggers in een vrij korte periode in een fonds zullen instappen is er weinig kans dat er tussen generaties beleggers belangenconflicten optreden. Een volgende generatie stapt weer in een nieuw fonds in. De fondsen moeten op eigen benen staan en is er geen sprake van betrokkenheid van de overheid. Als de overheid niet meedoet, is er ook geen dwang dat zij tekorten afdekt. Er is geen sprake van fiscale arrangementen. Daardoor is er geen fiscale arbitrage mogelijk.

Er zijn natuurlijk wel risico's voor de beleggers. Voor een deel zijn dat inherente risico's die met de aard van de beleggingen samenhangen. Maar er zijn ook gedragsrisico's mogelijk. Die proberen we zoveel mogelijk tegen te gaan. Zo mogen er alleen dividenden betaald worden uit de opbrengsten van de beleggingen. Als er investeringen worden beëindigd, omdat ze aan het einde van hun contractuele looptijd zijn, dan mag het geld ook terug naar de beleggers. Er mogen geen uitkeringen gedaan worden uit middelen die door de beleggers zelf zijn ingebracht. Anders zou de belegger een sigaar uit eigen doos krijgen.

Omdat de ingaande en uitgaande kasstromen elkaar zullen matchen is de kans op een acuut liquiditeitsstekort heel klein. Het zal daarom uitermate onwaarschijnlijk zijn dan dit type fondsen ooit bij de overheid aanklopt voor steun. De beleggers weten dat ze risico lopen op hun investeringen, maar kunnen niet tussentijds het fonds dwingen tot uitbetaling.

#### *Dat impliceert dat het een closed-end fonds is?*

Ja. Natuurlijk snappen we dat veel beleggers een open end structuur prefereren. Maar dat sluit niet aan bij het doel van het fonds: investeren op de lange termijn. Een mismatch tussen de duration van de beleggingen in verhouding tot de verplichtingen, dat is vragen om moeilijkheden.

#### *Is dat geen ernstige belemmering?*

We begrijpen heel goed wat de wens van de belegger is, maar als hij liquide beleggingen wil hebben, dan moet hij zijn heil maar ergens anders zoeken. In ons plan weet je vooraf dat je geld vastzit. Niets staat marktpartijen in de weg om zelf een secundaire markt te ontwikkelen, maar we willen de fondsen niet de plicht tot inkoop opleggen. Daardoor zal er zeker een groep beleggers zijn die geen belangstelling zal hebben voor dit type fonds. Maar

misschien is het wel beter voor henzelf dat ze niet mee willen doen aan een closed-end structuur.

#### *Hoeveel geld zal er door dit soort fondsen belegd gaan worden?*

De heren lachen mij minzaam toe. Dat wil iedereen weten, maar we kunnen en willen er niets over zeggen. Politici stellen de vraag natuurlijk ook bij herhaling en ook de Commissie zou graag cijfers willen zien. Maar het heeft totaal geen zin om een uitspraak te doen. Uit ons onderzoek komt naar voren dat er zowel bij vragers als aanbidders belangstelling is, maar dat de huidige regelgeving de goede werking van de markt in elk geval niet bevordert. Wij kunnen weinig anders doen dan de bureaucratische belemmeringen weg te nemen. Daarmee is onze rol een heel beperkte. Het is uiteindelijk aan de markt om te beslissen wat ze met deze nieuwe structuur wil. Natuurlijk hopen we op een succes. Wij hebben onze bijdrage geleverd door het scheppen van de randvoorwaarden, maar de toekomst zal uitwijzen of dat voldoende is geweest.

#### *Afronding*

De vraag die blijft na lezing van de stukken en het interview is een voor de hand liggende. Gaat er iets veranderen, sterker nog, gaat er iets verbeteren? De essentie van het plan is dat het voorziet in een relatief eenvoudige structuur die voor zowel beleggers als investeerders duidelijkheid geeft. Er zijn geen mogelijkheden tot toezichtsarbitrage noch valt er in fiscaal opzicht een voordeel te behalen. Feitelijk doet men weinig anders dan het optuigen van een structuur in de hoop dat de markt deze zal gaan benutten. Er is op dit moment geen enkel commitment vanuit overheden of marktpartijen om de nieuwe structuur daadwerkelijk te gaan gebruiken. De keuze voor een closed-end opzet is verklaarbaar, maar de beperkte liquiditeit zal een remmende factor zijn.

Vanuit de markt komen meer kritische geluiden. Als de nieuwe opzet niet voldoende succesvol is, dan vrezen grote institutionele beleggers voor het invoeren van beleggingsdwang. Dat is een wel heel sombere gedachte, maar in een Europa waarin de afspraken waarvan men dacht dat ze in beton gegoten waren toch veranderd kunnen worden, moeten we niets uitsluiten.

De Brusselse lobby draait nu op volle toeren. De toekomst zal uitwijzen hoe de ELTIF regelgeving er uiteindelijk exact zal uitzien en hoeveel hun assets via deze structuur van beleggers naar vragers naar geld zullen stromen.