
Europese kapitaalmarktunie

Hoe een Europese kapitaalmarktunie kan leiden tot groei van de Europese economie en hoe verzekeraars hieraan kunnen bijdragen.

Het Verbond ondersteunt het voornemen van de Europese Commissie (EC) om een Europese kapitaalmarktunie te ontwikkelen. De EC wil met de kapitaalmarktunie bewerkstelligen dat er meer wordt belegd in onder andere het bedrijfsleven en met name het midden- en kleinbedrijf (mkb), securitisaties en langetermijninvesteringen (zoals in infrastructuur), waardoor de economische groei en werkgelegenheid stijgt. Dergelijke beleggingen passen prima bij verzekeraars met veel langdurige verzekeringsverplichtingen. Om te zorgen dat dit daadwerkelijk interessante beleggingscategorieën worden, zouden er echter meer investeringsprojecten beschikbaar moeten komen. Bovendien zouden de kapitaaleisen binnen Solvency II meer in lijn moeten worden gebracht met het specifieke risicoprofiel van dergelijke investeringen. Tot slot kan het bevorderen van standaardisatie en transparantie het voor investeerders eenvoudiger maken om risico's in te schatten, hetgeen potentiële belemmeringen kan wegnemen om tot investering over te gaan.

In position papers geeft het Verbond van Verzekeraars zijn mening, standpuntbepaling en argumentatie daarbij over een concreet vraagstuk of actuele ontwikkeling op het snijvlak van politiek, samenleving en verzekeringsbedrijfstadak.

Gebruik (van delen) van de tekst van het position paper is toegestaan mits de bron wordt vermeld.

Dit position paper is tevens te vinden op de website van het Verbond van Verzekeraars: www.verzekeraars.nl onder de button 'Publicaties/Downloads/Position papers'.

Meer informatie over de inhoud van dit position paper:

dhr. drs. D. Schmitz

telefoon: 0703338672

e-mail: d.schmitz@verzekeraars.nl

De zoektocht naar economische groei: het belang van langetermijninvesteringen

De Europese economie groeit sinds de crisis van 2008 maar mondjesmaat. Daarom onderzoekt de Europese Commissie (EC) al enige tijd hoe de economische groei in de Europese Unie (EU) kan worden gestimuleerd. In februari van dit jaar lanceerde de EC plannen voor de introductie van een Europese kapitaalmarktunie (Capital Market Union, CMU).

De EC vindt dat de Europese economie te sterk afhankelijk is van bankfinanciering. Dit remt het herstel van werkgelegenheid, innovatie en economische groei in de EU. De EC ziet een goed functionerende kapitaalmarkt en meer alternatieve aanbieders van financiering dan ook als een goede aanvulling op bancaire financiering. Voor oplossingen wordt dus onder andere gekeken naar verzekeraars.

Nederlandse verzekeraars willen hieraan, vanuit hun rol van institutionele belegger, een bijdrage leveren. Verzekeraars behoren tot de belangrijkste beleggers in de economie. Nederlandse verzekeraars hebben een totaal geïnvesteerd vermogen van circa 450 miljard euro, waarvan ruim zestig procent in Nederland wordt belegd. Het is belangrijk dat verzekeraars ook in de toekomst kunnen blijven investeren in de Nederlandse en Europese economie, en zo kunnen blijven bijdragen aan economische groei en werkgelegenheid. Het Verbond ondersteunt het voornemen van de EC dan ook om een Europese kapitaalmarktunie te ontwikkelen.

In het paper 'Investeren in Nederland' uit 2013 heeft het Verbond aangegeven dat verzekeraars meer willen investeren in het mkb, de woningmarkt, duurzame energie en infrastructuur. Om dit te bereiken moet onder andere de kenniskloof tussen investeerders en vragers van kapitaal worden overbrugd. Hiervoor moet een soort 'marktplaats' worden gecreëerd waar vragers en aanbieders van kapitaal elkaar kunnen vinden. Zowel de kapitaalmarktunie, het Europese investeringsplan als de recent geïntroduceerde Nederlandse Investeringsinstelling kunnen daarbij een belangrijke rol spelen. Deze initiatieven kunnen er toe bijdragen dat er naast de bankensector een sterke asset management sector ontstaat. Om dit verder te bevorderen kan (samen met de wetenschap) kennis worden ontwikkeld. Bovendien moet versturende regelgeving worden voorkomen en moet binnen Europa sprake zijn van gelijke regels op gebied van onder andere faillissementswetgeving.

Wat wil de EC bereiken met de kapitaalmarktunie?

De EC wil er met de kapitaalmarktunie voor zorgen dat er meer wordt belegd in onder andere het bedrijfsleven (met name het midden- en kleinbedrijf, mkb), securitisaties en langetermijninvesteringen (zoals in infrastructuur). Daarnaast wil de EC de toegang tot kapitaal verbeteren door standaardisering, transparantie en convergentie; en het stimuleren van alternatieve financieringskanalen. Verder wil de EC de beschikbaarheid van kapitaal vergroten door investeringen aantrekkelijker te maken voor institutionele beleggers, particuliere beleggers en internationale beleggers (bijvoorbeeld door het wegnemen van mogelijke belemmeringen in de regelgeving). Bovendien wil de EC de efficiëntie van markten vergroten, bijvoorbeeld door consistente, effectieve en efficiënte toepassing van Europese wet- en regelgeving.

Het verenigen van het belang van de EC met dat van verzekeraars

De belangrijkste maatschappelijke rol van verzekeraars is het bieden van zekerheid door het betalen van een uitkering wanneer een bepaald verzekerd voorval zich voordoet. Een verzekeraar ontvangt hiervoor premies die hij voornamelijk belegt in vastrentende waarden (obligaties, leningen en hypotheek) en daarnaast zakelijke waarden (zoals aandelen). De balans van een verzekeraar is dus primair gedreven door de verzekeringsverplichtingen. Een verzekeraar probeert de kasstromen van zijn beleggingen zoveel mogelijk in lijn te brengen met zijn verwachte kasstromen van de verzekeringsverplichtingen. Omdat verzekeringsverplichtingen een langdurig en illiquide karakter hebben (er is nauwelijks/geen vraag en/of aanbod), zoekt een verzekeraar naar beleggingen met vergelijkbare

kenmerkend. Investerings in bedrijven, securitisaties en infrastructuur kunnen daarbij voor verzekeraars interessant zijn. Wel is er sprake van enkele belemmeringen die het voor verzekeraars minder interessant maken om hierin te beleggen. Deze zaken zullen we hieronder benoemen.

Investerings in bedrijven

Banken spelen een belangrijke rol bij de financiering van bedrijven en zullen dat naar verwachting ook in de toekomst blijven doen. Hoewel banken hierbij een terugtrekkende beweging lijken te maken, wordt de ontstane ruimte vooralsnog beperkt opgevuld door andere financiers. De onderhandse kapitaalmarkt is momenteel nog onvoldoende ontwikkeld. Er zijn nauwelijks alternatieve partijen met de benodigde expertise die de intermediaire rol goed kunnen vervullen. Het is van belang dat deze intermediaire (asset management) rol in de komende tijd wordt opgebouwd, zodat (mkb-)bedrijven ook in de toekomst gefinancierd worden.

Investeren in (mkb-)bedrijven kan voor verzekeraars interessant zijn, maar zij hebben zich de laatste jaren – mede als gevolg van de financiële crisis en door prikkels in de toezichtregelgeving – vooral gefocust op meer liquide beleggingen (met name staatsobligaties). Wel hebben verzekeraars hun expertise op het vlak van illiquide beleggingen recentelijk versterkt. Zo hebben negen verzekeraars¹, onder coördinatie van het Verbond, een bedrag van 170 miljoen euro beschikbaar gesteld voor de financiering van het mkb. Daarbij is gebruik gemaakt van de expertise en het netwerk van Qredits en ABN Amro, die als intermediair fungeren.

Verdere standaardisatie en beschikbaarheid van kredietinformatie van (mkb-)bedrijven zou het voor investeerders eenvoudiger maken om risico's in te schatten en bedrijven te financieren. Daarnaast dient de behandeling van mkb-financiering in Solvency II nog eens tegen het licht te worden gehouden. Het Verbond is van mening dat de huidige kapitaaleisen erg hoog zijn en niet goed aansluiten bij de daadwerkelijke risico's. Voor investeringen in het eigen vermogen van het mkb kennen verzekeraars een kapitaalbeslag van 49 procent². Dit is moeilijk te rijmen met het non-volatiele karakter van een dergelijke investering. Het kapitaalbeslag dat van toepassing is op strategische participaties (22 procent) zou volgens het Verbond een passendere oplossing bieden.

Voor investeringen in vreemd vermogen van het mkb geldt een kapitaalbeslag dat gelijk is aan dat van bedrijfsobligaties zonder kredietrating, terwijl de mkb-leningen veelal meer garanties kennen (bijvoorbeeld onderpand). Om de kapitaaleis beter te laten aansluiten bij de daadwerkelijke risico's, bevelen wij aan om mkb-leningen in Solvency II mee te nemen in de '*counter party default risk module*' (overigens net als bij banken) in plaats van in de '*spreadrisk module*'. Daarbij zouden er Europese afspraken moeten komen over de wijze waarop het '*default risico*' moet worden bepaald.

Securitisaties

Een van de kortetermijndoelen van de EC is het ontwikkelen van een Europees raamwerk voor (relatief) eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisaties. Het definiëren van eenvoudige en transparante securitisaties kan eraan bijdragen dat investeerders beter zicht hebben op de onderliggende activa en op de performance daarvan, hetgeen voor meer vertrouwen en grotere liquiditeit kan zorgen. Het Verbond vindt dat het uiteindelijke raamwerk voor eenvoudige en transparante securitisaties dient te worden opgenomen in de prudentiële regelgeving van de verschillende financiële sectoren (zodat alle sectoren een gelijk speelveld kennen).

¹ Achmea, Aegon, a.s.r., De Goudse, Delta Lloyd, Generali, Nationale Nederlanden, Vivat en VvAA.

² In Solvency II moeten beleggingen op de balans tegen marktwaarde worden gewaardeerd. Voor op de beurs verhandelbare aandelen is de actuele waarde gelijk aan de op dat moment geldende beurskoers. Deze beurskoers kan fluctueren, mede door externe omstandigheden. Een mkb-bedrijf kent geen beurskoers. Een belegging in het eigen vermogen van een mkb-bedrijf moet modelmatig worden bepaald en is minder afhankelijk van externe omstandigheden. Bovendien is een financier beter in staat om invloed uit te oefenen op het beleid van een mkb-bedrijf dan het beleid van een beursgenoteerde onderneming. Toch geldt voor een belegging in een Europese beursgenoteerde onderneming een kapitaaleis van 39% en voor een belegging in een Europees mkb-onderneming een kapitaaleis van 49%. Dit betekent dat voor een belegging van een miljoen euro er (voor diversificatie) een eigen vermogen van 490 duizend euro moet worden aangehouden.

Wel twijfelt het Verbond eraan of het ontwikkelen van een Europees raamwerk voor gestandaardiseerde securitisaties op de korte termijn al kan bijdragen aan het versterken van de economische groei in de EU. De gedachte van de EC is dat er door securitisaties ruimte wordt vrijgespeeld op bankbalansen, waarmee de banken nieuwe kredieten kunnen verstrekken. Securitisaties worden daardoor in belangrijke mate beschouwd als een financieringsinstrument. Banken kennen momenteel, gegeven de huidige lage rentes waartegen ze kunnen lenen bij de ECB of van consumenten, voldoende goedkope alternatieve financieringsvormen.

Het Verbond staat positief tegenover de erkenning van hoge kwaliteit securitisaties (Type 1), zoals opgenomen in de Solvency II-regelgeving. De definitie van hoge kwaliteit securitisaties is volgens het Verbond echter te restrictief en de voorgestelde kalibraties zijn – hoewel al verlaagd – nog steeds te hoog. Hierdoor zijn securitisaties als beleggingscategorie minder interessant voor verzekeringsmaatschappijen. Het risicoprofiel van securitisaties moet op een goede wijze in de Solvency II-regels worden ingebed. Niet alleen de absolute kapitaalcoëfficiënt is hierbij van belang, maar ook de relatieve behandeling ten opzichte van andere beleggingen³.

Daarnaast zou sprake moeten zijn van een grotere differentiatie in de kapitaaleisen voor securitisaties. Op dit moment kwalificeert enkel de senior tranche van de securitisatie zich voor Type 1. Het Verbond is van mening dat ook mezzanine en junior tranches – als ze onderdeel zijn van een eenvoudige en transparante securitisatie – een minder strenge behandeling zouden moeten krijgen dan momenteel het geval is in de Solvency II-regels⁴. Tot slot is het Verbond geen voorstander van het loslaten van de regels met betrekking tot retentie. De regels zorgen namelijk voor een *'alignment of interest'* tussen uitgevende en investerende partijen, waardoor ze het vertrouwen van investeerders versterken.

Infrastructuur

Infrastructuurbeleggingen kunnen voor verzekeraars zeer interessant zijn. Wel is er momenteel slechts een beperkt aanbod van investeringsprojecten en is de vraag hoog, waardoor de marges relatief klein zijn. Er zijn momenteel weinig rendabele investeringen voor institutionele beleggers, omdat ook banken een belangrijke rol spelen bij de financiering van infrastructuur en er verschillen zijn tussen de waarderingssystematieken van banken en van verzekeraars⁵. Wil dit in toekomst een echt interessante beleggingscategorie worden voor verzekeraars, dan zouden er meer projecten beschikbaar moeten komen. Bovendien moet standaardisatie en transparantie dan worden bevorderd en zou de focus breder moeten zijn dan alleen Nederland, waardoor ook het aantal investeringsmogelijkheden stijgt. Hierin kan het Europese investeringsplan van Juncker een belangrijke rol vervullen, evenals de Nederlandse Investeringsinstelling. Wel moet er worden gelet op eventuele marktverstoringen (*'crowding out'*) bij dergelijke investeringsplannen. Voor langetermijnbeleggers is het verder cruciaal dat de regelgeving consistent is. Als regels (veelvuldig) wijzigen dan vermindert dit de aantrekkelijkheid van langetermijninvesteringen, omdat langetermijninvesteerders moeilijker een inschatting kunnen maken van toekomstige rendementen en kasstromen.

³ Voorbeeld 1: een 5-jaars AA securitisatie kent dezelfde kapitaalcoëfficiënt (namelijk 15 procent) als een 5-jaars lening zonder rating (ondanks het lagere risico van de securitisatie). Een 5-jaars AA obligaties kent een kapitaalcoëfficiënt van 5,5 procent. Voorbeeld 2: een 10-jaars hypotheek (100 procent LTV) kent een kapitaalcoëfficiënt van 3 procent, terwijl een 10-jaars AAA RMBS een kapitaalcoëfficiënt kent van 21,5 procent (ondanks het lagere risico van de securitisatie).

⁴ Voorbeeld 1: een 5-jaars AA senior tranche kent een kapitaalcoëfficiënt van 15 procent, terwijl een 5-jaars AA junior tranche een kapitaalcoëfficiënt kent van 67 procent. Voorbeeld 2: een 5-jaars BBB (Type 1) securitisatie kent een kapitaalbeslag van 15 procent, terwijl de BB (*high quality*) securitisatie een kapitaalcoëfficiënt kent van 100 procent.

⁵ Banken mogen infrastructuurbeleggingen tegen nominale waarde op de balans opnemen, terwijl verzekeraars moeten uitgaan van marktwaarde. Dit brengt volatiliteit in de waardering met zich mee. Als verzekeraars deze investeringen aanhouden tot het einde van de looptijd (*'buy and hold'*), zijn tussentijdse waardeveranderingen voor verzekeraars nauwelijks relevant. Ten aanzien van illiquide infrastructuur schuld papier geldt overigens dat er geen marktprijs beschikbaar is en deze modelmatig dient te worden bepaald.

Het Verbond juicht toe dat de EC technisch advies heeft gevraagd aan EIOPA over de identificatie en kalibratie van infrastructuurbeleggingen in Solvency II. Er moet worden gewaarborgd dat de Europese regelgeving geen (onnodige) belemmeringen bevat voor verzekeraars om te beleggen in infrastructuur.

In Solvency II zou meer rekening moeten worden gehouden met het specifieke risicoprofiel van infrastructuurbeleggingen. Er moet worden voorkomen dat kalibraties onnodig hoog zijn. Het Verbond vindt dat onderscheid moet worden gemaakt tussen verschillende categorieën infrastructuurbeleggingen, bijvoorbeeld: infrastructuur schuldpapier ('*debt*') en infrastructuur aandelen ('*equity*'). Voor verzekeraars is het bovendien van belang dat infrastructuurbeleggingen met een relatief laag risico en voorspelbare kasstromen zich kwalificeren voor de *matching adjustment*⁶. In de regels voor de *matching adjustment* zou bovendien ruimte kunnen worden gecreëerd voor een (meer) materiële toets. Dit betekent dat, als de portefeuille voor een belangrijk deel aan de vereisten van de *matching adjustment* voldoet, naar mogelijkheden wordt gezocht om de *matching adjustment* op dat deel van de portefeuille toe te passen, en niet – zoals momenteel het geval is – meteen de gehele portefeuille beleggingen wordt uitgezonderd.

Concluderend

Het Verbond ondersteunt het voornemen van de EC om een Europese kapitaalmarkt te ontwikkelen. Deze kan bijdragen aan meer economische groei en werkgelegenheid. Bovendien biedt deze ook kansen voor verzekeraars, waardoor zij nog meer kunnen investeren in de Nederlandse en Europese economie. Om investeringen in het mkb, securitisaties en infrastructuur werkelijk aantrekkelijk te maken zou zorggedragen moeten worden voor de volgende zaken:

- In de kapitaaleisen voor mkb-leningen, securitisaties en infrastructuurbeleggingen moet rekening gehouden worden met de daadwerkelijke karakteristieken en risicoprofielen van de verschillende beleggingen. Ook moeten zij op een goede wijze in de Solvency II regels worden opgenomen. Er moet voorkomen worden dat de kalibraties onnodig hoog zijn.
- Er dient sprake te zijn van meer standaardisatie en transparantie van mkb-leningen, securitisaties en infrastructuurbeleggingen.
- Het aanbod van investeringsprojecten moet worden verruimd. Het 'Europees Fonds voor Strategische Investeringsprojecten' en de 'Nederlandse Investeringsinstelling' kunnen hieraan een belangrijke bijdrage leveren.
- Beschikbaarheid van kredietinformatie over het mkb kan investeerders helpen om de risico's beter in te schatten.
- Verzekeraars zijn momenteel al bezig met het opbouwen van expertise op het vlak van illiquide beleggingen.

⁶ De *matching adjustment* is een correctie van de rentetermijnstructuur die wordt gebruikt bij de waardering van voorspelbare verzekeringsverplichtingen die zijn *gematcht* met vastrentende beleggingen die een vergelijkbaar kasstroompatroon kennen.