

Standpunt van Febelfin t.o.v. de kapitaalmarktenunie

Febelfin, de federatie van de Belgische financiële sector, vertegenwoordigt de meerderheid van de Belgische financiële sector, met inbegrip van banken, kredietverstrekkers, vermogens- en fondsbeheerders, marktinfrastructuren, beursvennootschappen en effectenmakelaars, leasemaatschappijen enz. Onze brede representatiebasis zorgt voor een alomvattende en evenwichtige positie die rekening houdt met de unieke kenmerken van verschillende takken binnen de financiële sector.

Inleiding

De kapitaalmarktenunie (KMU) is een economisch beleidsinitiatief van de voormalige voorzitter van de Europese Commissie, Jean-Claude Juncker, om een interne markt voor kapitaal tot stand te brengen. Het doel is om geld – investeringen en spaargelden – in de hele EU te laten vloeien, zodat consumenten, beleggers en bedrijven er baat bij hebben, ongeacht waar zij gevestigd zijn. Hoewel er sinds de start van het KMU-initiatief in 2015 en de bijwerking in september 2020 vooruitgang is geboekt, blijven de kapitaalmarkten in de EU versnipperd.

Febelfin verwelkomt de hernieuwde ambitie om de KMU te verwezenlijken als een essentieel instrument voor de financiering van de vele transities die de EU doormaakt. In deze paper deelt de Belgische financiële sector haar visie over hoe sterkere Europese kapitaalmarkten tot stand kunnen worden gebracht ten voordele van zowel burgers, bedrijven als lidstaten. Het politieke momentum dat we nu zien - zoals blijkt uit recente verslagen en verklaringen - moet zo goed mogelijk worden benut. Het hoofddoel van Febelfin en haar leden is duidelijk: de omvang en de diepte van de EU-kapitaalmarkten vergroten om een echte spaar- en investeringsunie tot stand te brengen. De einddoelen van de KMU zouden moeten zijn om effectief voor economische groei te zorgen, stabiele pensioenen voor Europese burgers te garanderen, het concurrentievermogen in heel Europa te waarborgen en meer middelen te investeren in de groene transitie.

Om dit te bewerkstelligen, **steunt Febelfin het idee om de Europese investeerdersbasis uit te breiden**. Om de participatie van EU-investeerders daadwerkelijk te versterken, moeten we werken aan een snelle en gemakkelijke toegang tot de kapitaalmarkten, zorgen voor een stabiel regelgevingskader, duidelijke en effectieve informatiebronnen creëren en de algemene perceptie van investeren verbeteren.

Daarnaast pleit Febelfin - zonder aan te dringen op blinde deregulering - voor een **grondige hervorming van de nationale kaders in de lidstaten om de versnippering tegen te gaan**. Febelfin



schetst verschillende doelstellingen waar beleidsmakers naartoe kunnen werken. Daarnaast is het essentieel **om de Europese securitisatiemarkt opnieuw op gang te brengen** om onze kapitaalmarkten nieuw leven in te blazen.

Huidige dynamiek van de EU-kapitaalmarkten

De gemeenschappelijke uitdagingen waar we voor staan, vereisen veel kapitaal. Om de voorspelde vraag kort te schetsen: alleen al om de duurzaamheidsdoelstellingen te halen, de digitale transitie te financieren en de defensiestrategieën in de EU effectief uit te voeren, zal Europa naar schatting jaarlijks ongeveer 1 biljoen euro aan extra investeringen nodig hebben¹. Deze middelen moeten worden verstrekt door de banksector en door investeerders via de kapitaalmarkten.

Het KMU-project belooft grote voordelen voor de EU: meer gediversifieerde financieringsbronnen voor bedrijven (met name voor de kmo's, start-ups en scale-ups), nieuwe investeringsmogelijkheden voor burgers, versterking van de mondiale financiële positie van de EU, een homogener omgeving die de concurrentie bevordert en zelfs een nieuwe barrière tegen systeemshokken. Elke EU-lidstaat haalt hier voordeel uit: landen met kleine markten en een groot groeipotentieel krijgen gemakkelijker toegang tot kapitaal. Meer gevestigde markten hebben baat bij extra investeringsmogelijkheden en sterkere economieën in de Unie.

Als de voordelen zo duidelijk zijn, kan men zich terecht afvragen welke factoren de effectieve integratie van de EU-kapitaalmarkten hebben belemmerd. Het antwoord ligt volgens ons in de complexe aard van de KMU en het feit dat er geen "wondermiddelen" zijn. Om een echte KMU tot stand te brengen, moet niet alleen de financiële sector worden gereguleerd, maar moeten ook de nationale kaders van de lidstaten ingrijpend worden hervormd en, niet te vergeten, moet in de EU een concurrerende omgeving aanwezig zijn. Als het de EU ontbreekt aan concurrentievermogen, en dus aan rendement, zullen investeerders hun beschikbare middelen blijven doorsluizen naar beter presterende economieën. Naar onze mening ontbreekt het bovendien aan een gemeenschappelijk doel dat de te leveren inspanningen bundelt en waar de lidstaten zich achter kunnen scharen. Wij geloven dat een gedeeld gevoel van eigenaarschap nodig is om de Europese investeerdersbasis uit te breiden en versnippering tegen te gaan. Ook moet de Europese securitisatiemarkt nieuw leven worden ingeblazen om onze kapitaalmarkten meer zuurstof te geven.

De roep om een KMU mag zeker niet verward worden met een roep om blinde deregulering. Financiële markten kunnen zich op natuurlijke en veilige wijze uitbreiden als de juiste omstandigheden worden gecreëerd. Vooral omdat het huidige kader voor risicobeheer is geëvolueerd sinds de wereldwijde financiële crisis van 2008. Financiële instellingen hebben met succes de risico's geïnternaliseerd, de vereiste kapitaalbuffers aangelegd en er zijn nu ook krachtigere toezichtmechanismen om toekomstige uitdagingen aan te gaan.

Febelfin erkent dat de effecten van verschillende recente EU-wetgevingsinitiatieven² nog niet uitgekristalliseerd zijn. We moeten de komende jaren de voordelen van deze initiatieven kunnen plukken en indien nodig gerichte aanpassingen doen. Tegelijkertijd moeten de EU-instellingen zich concentreren op de correcte uitvoering van de bestaande regels en voorschriften, in plaats van

¹ Zoals vermeld in het "Noyer Report" <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/e3283a8f-69de-46c2-9b8a-4b8836394798/files/6b8593b5-ca31-45a3-b61c-11c95cf0fc4b>

² Onder andere: ESAP, ELTIF, Wet op de beursnotering, MiFIR II.

nieuwe wetgevingsinitiatieven te ontwikkelen, en moeten ze de convergentie van het toezicht bevorderen.

De Europese investeerdersbasis uitbreiden

Om de omvang en liquiditeit van de EU-kapitaalmarkten te vergroten, zijn goed presterende marktinfrastructuren nodig, maar ook een pool van investeerders. Vandaag ontbreekt het ons - zowel rechtstreeks als onrechtstreeks - aan deelname van particuliere investeerders. Febelfin benadrukt in deze context dat huishoudens de uiteindelijke begunstigden zijn van de meeste, zo niet alle, investeringen. Vaak bundelen institutionele beleggers (bv. pensioenfondsen) middelen van verschillende huishoudens, waarmee ze uiteindelijk hun eigen belangen dienen. De voordelen van beleggen voor huishoudens zijn legio, vooral als er op jonge leeftijd mee wordt begonnen en de beleggingshorizon gericht is op de lange termijn. Europese emittenten zullen hier evenzeer de voordelen van plukken als hun klanten beleggers worden, wat extra liquiditeit creëert en naamsbekendheid genereert. Meer mensen betrekken bij kapitaalmarkten is ook belangrijk vanwege de positieve netwerkexternaliteiten die bestaan op kapitaalmarkten en in het bijzonder de aandelenbeurzen. Als meer mensen er gebruik van maken, worden de voordelen groter³.

Voor Febelfin kan een grotere participatie van particulieren beleggers bereikt worden door vier belangrijke veranderingen door te voeren. De eerste focus moet liggen op het verbeteren van de toegang tot kapitaalmarkten voor investeerders. Eenvoudige en snelle wegen naar investeringen, gebaseerd op een naadloze klantervaring en correct advies, kunnen een manier zijn om mensen een eerste ervaring met beleggen te geven en hen vertrouwd te maken met de kapitaalmarkten. Om dit doel te bereiken, circuleren er verschillende ideeën over een EU-beleggingsproduct voor de lange termijn. We raden aan om een "spaarproductcategorie" of "EU-keurmerk" te ontwikkelen waaraan bestaande producten kunnen voldoen. Dit zou marktdeelnemers in staat stellen om de waarde van het huidige en gevarieerde aanbod te benutten. De focus moet liggen op het omleiden van kapitaal naar spaarplannen voor de lange termijn door middel van fiscaal efficiënte spaarregelingen - waaronder belastingvrijstellingen op vermogenswinsten, inkomsten en successierechten - om investeringen in Europese bedrijven en een diversificatie van activa te bevorderen om zo het risico in evenwicht te brengen met hun tijdshorizon.

Een tweede element om meer langetermijninvesteringen mogelijk te maken, is te zorgen voor een stabiel regelgevend kader dat investeerders zekerheid op lange termijn biedt. De beste manier om EU-burgers te stimuleren om te investeren met een langetermijnhorizon, is om de spelregels niet om de paar jaar te veranderen.

Onze derde aanbeveling is om duidelijke en effectieve informatiebronnen te creëren voor alle beleggers, inclusief particuliere beleggers. Voor een investeerder die wil beleggen in activa die zijn uitgegeven in een ander land, is een van de grootste uitdagingen het verzamelen van adequate en

³ Di Noia, C. (2001). Concurrentie en integratie tussen effectenbeurzen in Europa: netwerkeffecten, impliciete fusies en toegang op afstand.

betrouwbare informatie over de belegging zelf en over het juridische, regelgevende, operationele en fiscale kader voor de belegging. In de EU wordt deze uitdaging vermenigvuldigd door de realiteit van 27 lidstaten die elk hun eigen kaders hebben. Het European Single Access Point (ESAP), of Europees centraal toegangspunt, en een geconsolideerde transactiemeldingsregeling zullen belangrijke stappen zijn om de uitdagingen gesteld door de gegevens aan te pakken, maar dit zal niet volstaan. Het ESAP heeft een beperkte reikwijdte en biedt niet alle kerngegevens over de kapitaalmarkt die nodig zijn om te beleggen of investeren. De gegevensverstrekking door het ESAP moet worden uitgebreid, zodat het ESAP fungeert als de gouden bron van openbare informatie voor bijvoorbeeld bedrijfsgebeurtenissen met betrekking tot een effect. Het EDGAR-systeem⁴ in de VS zou als voorbeeld moeten dienen.

Onze laatste aanbeveling is om de algemene perceptie van beleggen te verbeteren. Het ontbreekt ons aan een echte beleggers- of investeerderscultuur. Hoewel beleggen inherente risico's en verantwoordelijkheden met zich meebrengt, is dit over het algemeen zeer positief omdat de potentiële voordelen vaak evenredig zijn en opwegen tegen het opportuniteitsrisico van niet beleggen. We streven dus naar een beredeneerde benadering van het nemen van risico's, zowel in de retoriek van beleidsmakers als in de regelgeving. De EU-wetgeving voor particuliere beleggers is vaak bedoeld om beleggers naar minder complexe en/of minder risicovolle producten te leiden. Ons doel is om een evenwichtige afstemming te bereiken tussen de risicotolerantie van consumenten en hun beleggingsdoelstellingen. Een tweede element om onze beleggerscultuur een boost te geven, is om het idee van eigenaarschap bij beleggen sterker te promoten. Door investeerder te worden in een bedrijf of fonds, hebben mensen de macht om hun geld effectief in te zetten voor doelen die overeenkomen met hun persoonlijke waarden. We staan volledig achter inspanningen om het bewustzijn te vergroten dat beleggers zo de economie kunnen beïnvloeden om de ESG-doelen te bereiken. Dit is vooral cruciaal nu steeds meer individuen beginnen te investeren en zich bewust worden van hun collectieve vermogen om zinvolle veranderingen teweeg te brengen.

Versnippering overwinnen

De EU-kapitaalmarkten moeten aantrekkelijker worden voor emittenten en beleggers. Nu zijn ze vaak moeilijk en complex toegankelijk en te klein. Een belangrijke uitdaging voor het Europese kapitaalmarktbeleid is het overwinnen van versnippering en het creëren van één echte Europese interne kapitaalmarkt. Naar onze mening vloeit deze versnippering grotendeels voort uit de wrijvingen die ontstaan door de verschillende nationale wet- en regelgevingskaders, toezichtkaders en fiscale regelgevingen. Deze problemen moeten worden opgelost door één wetboek op te stellen

⁴ In de VS lanceerde de SEC het EDGAR-systeem (Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval). EDGAR automatiseert het verzamelen, valideren, indexeren, aanvaarden en doorsturen van ingediende gegevens van gereguleerde entiteiten die wettelijk verplicht zijn om deze informatie openbaar te maken. Het biedt een toegangspunt op federaal niveau voor gebruikers en biedt gedetailleerde informatie die vaak machinaal leesbaar en vrij online beschikbaar is.

met een volledig geharmoniseerd kader van regels en voorschriften, en door convergentie van het toezicht om een effectieve handhaving te waarborgen.

Febelfin erkent dat niet alle aspecten van de versnippering gemakkelijk kunnen worden opgelost, maar we sporen beleidsmakers aan om (i) te streven naar intermediaire doelstellingen en (ii) bij elke stap in de wetgeving harmonisatie na te streven.

De intermediaire doelstellingen zouden onder andere het herzien van de richtlijnen inzake aandeelhoudersrechten moeten omvatten om ervoor te zorgen dat deze rechten op een eenvoudige en ongecompliceerde manier kunnen worden uitgeoefend, zowel in eigen land als grensoverschrijdend; het stroomlijnen van belastingprocessen en rapportagevereisten; het harmoniseren van de fiscale behandeling van vergoedingen voor een beursintroduktie⁵; en het verder harmoniseren en vereenvoudigen van de noteringsregels.

Om verdere harmonisatie via het wetgevingsproces te bereiken, stellen we voor de richtsnoeren voor betere regelgeving te versterken door het volgende te verwezenlijken: De Commissie moet verordeningen voorstellen in plaats van richtlijnen. Voortaan zouden de lidstaten dus niet langer alle soorten gold-plating kunnen invoeren bij de omzetting van richtlijnen. We bevelen ook aan dat EU-wetgevers geen nationale verschillen in regelgeving toestaan, bijvoorbeeld door opt-in of opt-out regelingen. Ten slotte beveelt Febelfin aan om de rol van de mededingingsbeoordelingen te versterken en uit te breiden naar elk onderdeel van het wetgevingsproces in plaats van ze te beperken tot de beginfase van het proces. Dit kan worden bereikt door een robuuste methodologie te ontwikkelen en in elke instelling speciale verantwoordelijken aan te stellen die de mededingingsbeoordelingen monitoren.

Een andere kritieke vereiste is de behoefte aan verdere convergentie met betrekking tot posttransactionele oplossingen. De EU moet prioriteit geven aan grensoverschrijdende investeringen als een belangrijke doelstelling en de financiële marktinfrastructuur faciliteren bij hun (vrijwillige) consolidatie-inspanningen. Probleemgebieden die harmonisatie van de regelgeving vereisen, moeten eindelijk worden aangepakt, met name de insolventiewetgeving en de resterende vereiste aanpassingen aan het posttransactionele stelsel.

In deze context is het onderwerp van enkelvoudig toezicht een belangrijk thema geweest in de lopende discussies over de KMU. Naar onze mening is versnipperd toezicht weliswaar suboptimaal, maar geen belangrijke drijfveer voor de versnippering in de KMU. Convergentie van toezicht is belangrijk omdat versnippering als gevolg van uiteenlopende lokale interpretaties van de regelgeving en marktpraktijken schadelijk is voor de ontwikkeling van de primaire markt. Laten we beginnen met het ontwikkelen van een gemeenschappelijk kader dat één enkele interpretatie en toepassing voor toezichthouders vergemakkelijkt (bv. definities, procedures, documentatie). Febelfin beveelt aan om de toezichthouders te verplichten het algemene "concurrentievermogen" van de markt op hetzelfde niveau te plaatsen als de bescherming van de belangen van de beleggers, de transparantie van de markt en de financiële stabiliteit (vergelijkbaar met wat in het VK is gedaan).

⁵ Bijvoorbeeld een fiscale stimulans die vergelijkbaar is met de "Bonus IPO"-belastingvermindering in Italië, die kmo's helpt om kosten gekoppeld aan een beursintroduktie te dekken.

De EU-securitisatiemarkt nieuw leven inblazen

Het securitisatiepotentieel in de EU wordt sterk onderbenut. Tussen 2007 en 2022 daalden de totale jaarlijkse uitgiftevolumes van gesecuritiseerde activa in Europa met 61% van 407 miljard euro naar 157 miljard euro (zelfs als we het deel van de Amerikaanse markt dat gedekt wordt door openbare garantiestelsels buiten beschouwing laten, is dit slechts 12% van de Amerikaanse uitgifte); en in 2023 bedroeg de Europese uitgifte 0,3% van het Europese bbp, vergeleken met 2,6% in Australië, 1,4% in Japan en 0,7% in het Verenigd Koninkrijk⁶. Securitatie werd een controversieel concept na de wereldwijde financiële crisis, maar we moeten benadrukken dat securitatie een zeer nuttige en, mits goed opgezet, verantwoorde bron van financiering van de reële economie is, die niet alleen door banken wordt gebruikt, maar ook rechtstreeks door grote bedrijven.

In tegenstelling tot beweringen dat securitatie kan leiden tot het nemen van meer risico's of lagere leennormen door banken, toont onderzoek net het tegendeel aan. Uit door de ECB en de BIB gepubliceerde studies bleek dat banken die gebruikmaken van securitatie hun kredietvoorwaarden niet meer verlaagden dan andere instellingen tijdens de periode vóór de crisis⁷, en dat gesecuritiseerde leningen aan Italiaanse kmo's van betere kwaliteit waren dan niet-gesecuritiseerde leningen, wat wijst op een positief selectie-effect⁸.

De markt is nu sterk gereguleerd; dit resulteert enerzijds in een hoge mate van transparantie, maar anderzijds ook in het feit dat securitatie voor veel marktspelers niet langer levensvatbaar is. Securitatie wordt vaak bekeken vanuit het perspectief van banken, maar in werkelijkheid kunnen Europese bedrijven en huishoudens ook de vruchten plukken van securitatie. Het biedt meer mogelijkheden voor wie op zoek is naar financiering, of het nu gaat om een bedrijf dat zijn activiteiten wil uitbreiden of een gezin dat zijn huis wil renoveren.

Om het belang van securitatie voor kmo's en de groene transitie te onderstrepen, verwijzen we naar het werkdocument van het Europees Investeringsfonds over kmo-financiering (2022)⁹, waarin het volgende wordt vermeld: *"Aangezien kmo's slechts beperkte directe toegang hebben tot de kapitaalmarkten, kan een goed functionerende securitatiemarkt zorgen voor indirecte toegang door illiquide leningen aan kmo's om te zetten in een activacategorie met voldoende marktliquiditeit."* Het EIF benadrukt ook het belang van securitatie voor de groene transitie en legt uit dat securitatie een aanzienlijk potentieel heeft om de groene transitie te ondersteunen, maar

⁶ Noyer (2024), Développer les Marchés de Capitaux européens pour Financer l'Avenir. <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/e3283a8f-69de-46c2-9b8a-4b8836394798/files/6b8593b5-ca31-45a3-b61c-11c95cf0fc4b>

⁷ Kara, et al. (2015). Securitatiestandaarden voor leningen: gegevens van de Europese markt voor wholesaleleningen. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1362.pdf>

⁸ Albertazzi et al. (2017). Asymmetrische informatie en de securitatie van kmo-leningen. <https://www.bis.org/publ/work601.pdf>

⁹ H. Kraemer-Eis et al. De Europese financieringsvooruitzichten voor kleine ondernemingen in 2022. https://www.eif.org/news_centre/publications/eif_working_paper_2022_84.pdf

concludeert dat hiervoor "de algemene ontwikkeling van de securitisatiemarkt in de EU cruciaal is voor de groei van het duurzame segment".

In de EU zijn bedrijven tegenwoordig sterk afhankelijk van bankfinanciering om te investeren en te groeien. Zelfs met sterke kapitaalmarkten zal dit waarschijnlijk zo blijven. Banken staan dicht bij hun klanten en bekijken elke leningaanvraag met toewijding, ervaring en veel informatie. In deze context is ook Febelfin ervan overtuigd dat securitisatie een doorslaggevende rol kan spelen in het versterken van de algemene financieringscapaciteit van het systeem om de EU in staat te stellen de koers van economische transformatie en groei aan te houden.

Om securitisatie in de EU te activeren, beveelt Febelfin aan om eerst de prudentiële behandeling van gesecuritiseerde activa te herbekijken. In het bijzonder moeten de kapitaalvereisten en de risicowegingspercentages voor prioritaire tranches worden herzien in overeenstemming met hun lage risicoprofiel. Daarnaast stellen we voor om prioritaire STS-tranches in aanmerking te laten komen als HQLA in de LCR-ratio van banken, en om de kapitaalbehandeling in het kader van Solvency II te verbeteren om EU-verzekeraars te stimuleren om in securitisaties te beleggen. Ten slotte is het, om de belemmeringen voor toegang tot de markt te verminderen, noodzakelijk om de ESMA-openbaar maakings templates te stroomlijnen en de due diligence-vereisten aan te passen.

Politieke belanghebbenden moeten hun visie op securitisatie op een pragmatische en onbevooroordeelde manier heroverwegen. Er is een op feiten gebaseerde discussie nodig om de problemen te overwinnen waar securitisatie mee te kampen heeft. De hernieuwde aandacht voor de KMU is de ideale gelegenheid om securitisatie als cruciaal financieel instrument te benutten. Door de kapitaaltoewijzing efficiënter te maken en de financieringsmogelijkheden te vergroten, kan securitisatie een cruciale rol spelen bij het versterken van de EU-economie.

Conclusie

Febelfin dringt er bij de Belgische en Europese beleidsmakers en de nationale bevoegde autoriteiten op aan om de komende jaren ambitieus en realistisch te zijn en doortastende maatregelen te nemen om de investeerdersbasis uit te breiden, de marktversnippering te verminderen en de securitisatiemarkt nieuw leven in te blazen.

Febelfin engageert zich om de dialoog over deze cruciale thema's verder te zetten en is bereid om gerichte feedback te geven om deze inspanningen te ondersteunen.