



EVROPSKÁ
KOMISE

V Bruselu dne 26.6.2013
SWD(2013) 231 final

PRACOVNÍ DOKUMENT ÚTVARŮ KOMISE

SOUHRN POSOUZENÍ DOPADU

Průvodní dokument k

návrhu

NAŘÍZENÍ EVROPSKÉHO PARLAMENTU A RADY

o evropských fondech dlouhodobých investic

{COM(2013) 462 final}

{SWD(2013) 230 final}

1. ÚVOD

V důsledku krize je třeba odpovědět na otázku, proč se investoři zaměřují na krátkodobé ekonomické zisky, což jde na úkor kapitálových trhů, jejichž hlavním účelem je financovat růst reálné ekonomiky.

Je třeba vytvořit pobídky pro investory, aby se nesnažili jen o krátkodobé zisky, ale spíše aby poskytováním tzv. „dlouhodobého kapitálu“ přijímali dlouhodobé závazky do aktiv, jako jsou infrastrukturní projekty. U tohoto druhu dlouhodobějších investic nemusí být možné odkoupení po řadu let, ale tyto investice mohou poskytovat stabilní a předvídatelné výnosy. Přínos pro reálnou ekonomiku bude spočívat rovněž v poskytování finančních prostředků podnikům a ve vytváření pracovních míst.

Investoři s dlouhodobějšími závazky, jako jsou např. penzijní fondy a pojišťovny, mohou považovat dlouhodobější investice za atraktivní. Nejsou však k dispozici snadno dostupné sdružovací mechanismy, jako jsou například fondy, které by tento vývoj usnadnily způsobem zohledňujícím velikost, rozsah a dobu trvání závazku v oblasti těchto potřebných dlouhodobých investic. To také představuje překážku pro menší investory, jako jsou malé a střední podniky a jednotlivci s vysokým čistým jměním, jakož i pro retailové investory.

Toto posouzení dopadů se zabývá otázkou, zda by mohlo vytvoření přeshraničního produktového rámce pro dlouhodobé investice, tzv. fondů dlouhodobých investic, podnítit poptávku po těchto aktivech u institucionálních a/nebo retailových investorů. Dokument doplňuje zelenou knihu Komise o dlouhodobém financování evropské ekonomiky.

2. VYMEZENÍ PROBLÉMU

Příčiny problémů

Dlouhodobé investice do infrastrukturních projektů, financování malých a středních podniků apod. lze provádět prostřednictvím nejrůznějších finančních nástrojů, např. kapitálové účasti a úvěrů. Tyto nástroje často mají společný rys, totiž že jsou nepřevoditelné a nelikvidní, a sekundární trh s nimi je malý nebo neexistuje. Investice do těchto aktiv mohou vyžadovat velmi vysoké počáteční kapitálové závazky, které vzhledem k objemu peněžních prostředků, které jsou zapotřebí, mohou odrazovat i velké institucionální investory, aby jednali sami. Na rozdíl od trhu s likvidními, převoditelnými aktivy, jako jsou cenné papíry, neexistuje pro tyto investice standardní rámec. Některé členské státy poskytují vnitrostátní mechanismy ve formě uznaných investičních nástrojů, jiné nikoli. Tato roztržitost brání rozvoji jednotného trhu pro investory, kteří si přejí investovat do dlouhodobých aktiv, jež často nabízejí předvídatelné výnosy, ale jsou nelikvidní povahy.

Investice do dlouhodobých aktiv, ať už prostřednictvím finančních nástrojů nebo do nemovitých aktiv, jsou značně rizikové, pokud tyto investice nejsou řádně spravovány. První riziko spočívá v tom, že investoři jsou uvedeni v omyl, pokud jde o povahu a rizika aktiv, do nichž investují, protože se k těmto aktivům nepřístupuje jednotně. Nejistota panuje také, pokud jde o identitu dlouhodobých aktiv, poměr rizika a výnosů a doporučenou dobu držení. Druhé riziko souvisí s vlastnostmi aktiv, zejména s tím, že jsou ze své podstaty nelikvidní. Třetí riziko souvisí se skutečností, že fondy

nabízející přístup k těmto aktivům nemusí mít příslušné odborné znalosti při výběru a sledování aktiv a při uzpůsobování profilu výnosnosti fondu potřebám potenciálních klientů. Fondy dlouhodobých investic se proto ne vždy rozvíjejí podle plánu a investoři jsou někdy uváděni v omyl ohledně výnosu, který jim byl slíben.

Problémy

Výsledkem je, že neexistuje společná, srovnatelná přeshraniční norma, která by stanovila, co jsou to dlouhodobá aktiva nebo dlouhodobé investice, pro koho mohou být vhodné a jak fungují. To je v protikladu k přeshraničnímu trhu s likvidními aktivy, který využívá standardizace produktových pravidel obsažených ve směrnici o subjektech kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP). Trh s fondy SKIPCP v EU spravuje aktiva v hodnotě 6 350 miliard EUR.

Tyto faktory vedly v celé EU k roztržitosti trhu s dlouhodobými investičními nástroji. Proto se investoři nechtějí zabývat tímto trhem, neboť na rozdíl od SKIPCP zde neexistuje společná, zřetelná a regulovaná produktová struktura, které by mohli důvěřovat. Směrnice o správcích alternativních investičních fondů vytvoří v brzké době pas EU pro správce, kteří chtějí přes hranice nabízet fondy nepatřící mezi SKIPCP. Uvedená směrnice se však vztahuje na správce, nikoli na fondy, které nabízejí, a tak nezavádí pravidla pro produkty ani definice pro jednotlivé kategorie aktiv. Zjištěný problém se tedy tímto způsobem pravděpodobně nevyřeší. Menší investoři stojí ještě před většími překážkami, neboť směrnice o správcích alternativních investičních fondů nepočítá s pasem pro správce, aby mohli nabízet přes hranice retailové investiční fondy, takže rozdílné vnitrostátní přístupy budou pokračovat.

To vede k celé řadě nežádoucích výsledků. Náklady pro správce zůstávají vyšší, než by musely být, protože přeshraniční investice od nich vyžaduje, aby řešili řadu právních a produktových problémů v různých členských státech. Fondy jsou menší, než by musely být, a tudíž je proporcionálně vyšší i dopad nákladů na návratnost investic či na výnosy. Retailoví investoři nemají přístup k fondům v jiných členských státech, které znají a kterým důvěřují. Náklady zůstávají vysoké a výběr fondů je omezený. V důsledku toho nemohou jiní menší a retailoví investoři využívat výhod diverzifikace, které by jinak mohl přístup k dlouhodobým investicím přinášet.

Ovlivněna je i reálná ekonomika, protože jsou omezeny alternativní způsoby financování dlouhodobého růstu a podniky tak nadále spoléhají hlavně na financování prostřednictvím bank, které přesunuly své zaměření na krátkodobé závazky. To omezuje množství kapitálu, k němuž mají společnosti přístup prostřednictvím jak institucionálních, tak retailových investorů, a brzdí proto jejich schopnost investovat dlouhodobě a přispívat k růstu ekonomiky i k zaměstnanosti.

3. ANALÝZA SUBSIDIARITY

Správci fondů, investiční cíle i investoři jsou rozmístěni po celé Unii. Jelikož je sektor správy aktiv v podstatě přeshraniční povahy, vedla stávající roztržitost trhu dlouhodobých investic k tomu, že tento sektor fungoval neefektivně. Vnitrostátní regulace, která by tento problém měla vyřešit, je však svojí podstatou omezena na dotyčný členský stát. Regulace produktového profilu fondu dlouhodobých investic na vnitrostátní úrovni vedla k situaci, kdy se pro fondy vyvinulo nezávisle mnoho různých režimů. Vnitrostátní opatření bránila vytvoření celounijního vnitřního trhu pro ty, kdo svým investorům nabízejí fondy dlouhodobých investic.

Vytvoření stabilního přeshraničního mechanismu na podporu dlouhodobých investic je žádoucí a mohlo by se stát součástí úsilí o hospodářské oživení. Dlouhodobé zkušenosti s SKIPCP ukazují, že pravidla a požadavky pro produkty platné v celé EU by mohly velmi úspěšně stimulovat investice do příslušných aktiv.

V zájmu vytvoření jednotného trhu pro fondy dlouhodobých investic je proto třeba přijmout opatření na evropské úrovni.

4. CÍLE

Obecné cíle jsou tyto: 1) navýšit prostředky pro dlouhodobé financování napříč všemi hospodářskými odvětvími a 2) zvýšit soudržnost jednotného trhu. To vyžaduje splnění tří konkrétních cílů: Tyto cíle jsou: 1) zvýšit úspory z rozsahu pro správce fondů dlouhodobých investic, 2) zvýšit možnosti výběru a ochrany pro investory, kteří o ně mají zájem, a 3) zvýšit investiční toky do aktiv s dlouhodobým horizontem.

Aby toho bylo možno dosáhnout, je třeba splnit dva operativní cíle: 1) odstranit překážky, které stojí v cestě jednotnému trhu pro fondy zaměřené na dlouhodobá aktiva, aby se rozšířila investorská základna, a 2) omezit příležitosti k prodeji nevhodných nástrojů dlouhodobých investic.

5. MOŽNÉ VARIANTY

Ke splnění dvou operativních cílů uvádí posouzení dopadů sedm možných variant týkajících se pravidel pro produkty a různých kategorií investorů. Jejich rozsah je od nepřijetí žádných opatření až po vytvoření produktových pravidel pro přeshraniční fondy dlouhodobých investic, která budou k dispozici institucionálním i retailovým investorům. Každá z variant přitom zohledňuje oba operativní cíle.

Varianta 1	Žádné opatření.
Varianta 2	Zavedení „měkké“ značky produktu, ale nikoli pasu.
Varianta 3	Umožnit SKIPCP, které již mají pas, investovat do některých dlouhodobých aktiv.
Varianta 4	Vytvoření nového fondu (fondu dlouhodobých investic) s jasně odlišeným souborem pravidel týkajících se portfolia, pokud jde o kategorie dlouhodobých aktiv, která jsou způsobilá pro investice. Tento nový fond dlouhodobých investic by byl dostupný pouze institucionálním investorům.
Varianta 5	Shodná s variantou 4 s tím rozdílem, že by fond byl dostupný rovněž jednotlivcům s vysokým čistým jměním.
Varianta 6	Fond dlouhodobých investic by byl dostupný pro všechny investory, včetně retailových investorů. To by znamenalo přísnější požadavky na ochranu investorů. Vzhledem k dlouhodobé povaze aktiv by zde nebyla práva na odkoupení.
Varianta 7	Shodná s variantou 6, avšak s právy na odkoupení po počáteční fixaci např. na tři roky.

6. POSOUZENÍ DOPADŮ MOŽNÝCH VARIANT

Varianta 1 spočívající v nepřijetí žádného opatření je nepřijatelná, neboť nikterak nepřispívá k řešení zjištěných problémů.

Varianta 2 by zahrnovala opatření nelegislativního charakteru na podporu sblížení fondů, které se zaměřují na dlouhodobé investice nebo které se samy nabízejí jako fondy dlouhodobých investic. Pravděpodobně by bylo na dobrovolném základě třeba vytvořit značku a kód produktu. I když by se pro správce jednalo o nejméně nákladnou variantu, mohla by fungovat pouze v případě, že by se členské státy na její podporu rozhodly upravit svá vnitrostátní pravidla, a proto není pravděpodobné, že by to vyřešilo problém s rozdílností.

Varianta 3 by umožnila SKIPCP držení omezeného množství aktiv, která by byla současně nelikvidní a nepřevoditelná. Tím by retailoví investoři získali přístup k dlouhodobým aktivům a fondy, které alespoň částečně investují do dlouhodobých aktiv, pas. Dotklo by se to však základní zásady SKIPCP, že investoři mohou své investice kdykoli odkoupit. Tato zásada je základem důvěry investorů v SKIPCP. Jakékoli změny v tomto ohledu mohou podkopat úspěšnost tohoto nástroje a vést ke zmatením, pokud jde o to, do jakých druhů aktiv mohou SKIPCP investovat a jaká rizika z toho vyplývají. Proti takové změně vyjádřila své námitky rovněž řada správců aktiv, protože i oni se domnívají, že by mohla úspěch SKIPCP ohrozit.

Varianta 4 by vytvořila rozpoznatelný dlouhodobý investiční produkt, který by mohl být prodáván institucionálním investorům v celé EU na základě pasu. Pravidla by byla vytvořena podle vzoru pravidel týkajících se SKIPCP (např. pokud jde o způsobilost aktiv), ale používala by se na aktiva, která jsou ze své podstaty nelikvidní a dlouhodobá. Tím by se nevyřešil problém, že menší a retailoví investoři budou nadále z uskutečňování těchto investic vyloučeni, takže by nemohli následně diverzifikovat svá portfolia ani přispívat k zásobě dostupného kapitálu.

Varianta 5 by umožnila přístup do fondů tzv. jednotlivcům s vysokým čistým jměním, kteří jsou považováni za schopné nést vyšší investiční rizika. Jinak je tato varianta shodná s variantou 4. I když by tato varianta měla za následek rozšíření zásoby dostupného kapitálu a další investoři by mohli diverzifikovat svá portfolia, stále jsou z potenciálních přínosů vyloučeni retailoví investoři, kteří do fondů investovat nemohou.

Varianta 6 by umožnila, aby mohly být fondy, tak jak jsou definovány ve variantě 4, bez práva odkoupení nabízeny retailovým investorům v celé EU na základě pasu. Tím by přístup k těmto fondům získala širší řada investorů a maximalizovala by se potenciální zásoba kapitálu dostupného pro provádění takovýchto investic. Aby se vyřešily normy potřebné pro ochranu retailových investorů, bude fond podléhat pravidlům pro produkty navrženým za účelem zajištění dostatečné diverzifikace, řešení střetů zájmů, zvýšení transparentnosti ohledně nákladů a omezení využití pákového efektu. To s sebou nevyhnutelně nese některé dodatečné náklady. Značně vylepšená a harmonizovaná pravidla pro produkty mohou snížit rizika prodeje nesprávných nástrojů. To pomůže jak institucionálním, tak retailovým investorům a důvěra v dlouhodobá aktiva se tím posílí. Pokud bude mít fond formu uzavřeného fondu, bude to mít tu výhodu, že investice budou možné do všech druhů dlouhodobých aktiv, neboť struktura lépe odpovídá nelikvidnímu

profilu těchto aktiv. Předností tohoto řešení je transparentnost dlouhodobého závazku, jaký investování do těchto aktiv vyžaduje.

Varianta 7 je shodná s variantou 6, ale umožňuje odkoupení. Práva na odkoupení by byla k dispozici po stanovené lhůtě, např. tří let, po které by investoři měli přístup ke svým penězům na pravidelném základě. I když by se tím snížilo nebezpečí, že budou retailoví investoři v rozporu se svými zájmy vázáni, vzhledem k nelikvidní povaze dlouhodobých aktiv se toto nebezpečí nedá eliminovat úplně. Také by to znamenalo, že fondy by musely mít rezervu v oblasti likvidity, aby zajistily, že budou mít vždy možnost reagovat na žádost o odkoupení. Tím by se snížil podíl nelikvidních dlouhodobých aktiv v držení fondů, snížily výhody diverzifikace portfolia pro investory a snížil objem peněžních prostředků, které jsou pro investování do dlouhodobých aktiv k dispozici.

Upřednostňovaná varianta

Při porovnání variant 1 až 7 se zdá, že varianta 6 nabízí z hlediska vytvoření společné definice a omezování překážek v rozvoji prosperujícího vnitřního trhu pro fondy dlouhodobých investic nejúčelnější a nejefektivnější řešení. Tím, že zahrne retailové investory, zpřístupní nevyužité kapitálové zdroje a bude mít lepší vyhlídky na vyřešení roztržstěnosti vnitrostátních trhů. Tím, že dále dovolí správcům nabízet fondy dlouhodobých investic bez práv na odkoupení, umožní vzhledem ke své flexibilitě rychlejší a potenciálně hlubší zájem než varianta 7. Tato možnost odráží stávající modely, které existují v zemích, které investice retailových investorů umožňují.

7. SLEDOVÁNÍ A HODNOCENÍ

Hodnocení každé legislativní iniciativy je pro Komisi prioritou. V případě tohoto navrhovaného nařízení by se sledování týkalo růstu či jiného vývoje na trhu s fondy dlouhodobých investic v celé EU. Pokud by se tento trh po přiměřené době nerozvíjel, bylo by potřebné další hodnocení, aby bylo možno posoudit, zda je třeba změnit samotné nařízení.