



EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 26.6.2013
SWD(2013) 231 final

ARBEJDSDOKUMENT FRA KOMMISSIONENS TJENESTEGRENE

RESUMÉ AF KONSEKVENSANALYSEN

Ledsagedokument til

**Forslag til
EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS FORORDNING
om**

europæiske langsigtede investeringsfonde

{ COM(2013) 462 final }

{ SWD(2013) 230 final }

1. INDLEDNING

Krisen har fremhævet problemet med investorers fokus på kortsigtede økonomiske gevinster uden hensyn til kapitalmarkedernes grundlæggende formål, som er at finansiere realøkonomiens vækst.

Det er nødvendigt at tilskynde investorer til at forpligte sig på længere sigt med investeringer i f.eks. infrastrukturprojekter ved at levere "tålmodig kapital" frem for at jage kortsigtede gevinster. Denne form for langsigtede investeringer vil ganske vist ikke kunne indløses i et vist antal år, men kan give stabile og forudsigelige afkast. De gavner desuden realøkonomien, idet de finansierer virksomheder og skaber beskæftigelse.

For investorer med langsigtede forpligtelser som f.eks. pensionskasser og forsikringsselskaber kan langsigtede investeringer være attraktive. Der findes imidlertid ikke nogen umiddelbart tilgængelige samlingsmekanismer såsom fonde, der kan fremme denne form for investeringer på en måde, der tager hensyn til størrelsen, omfanget og varigheden af den langsigtede investeringsforpligtelse, der er behov for. Dette udgør også en hindring for mindre investorer som SMV'er og privatpersoner med stor nettoformue samt detailinvestorer.

I denne konsekvensanalyse ses der på, om oprettelsen af en grænseoverskridende produktramme for langsigtede investeringer, såkaldte langsigtede investeringsfonde (LTIF), vil kunne stimulere institutionelle investorers og/eller detailinvestorerers efterspørgsel efter sådanne aktiver. Dette arbejde supplerer Kommissionens grønbog om langsigtet finansiering af den europæiske økonomi.

2. PROBLEMSTILLING

Årsagerne til problemerne

Langsigtede investeringer i infrastrukturprojekter, finansiering af SMV'er o.l. kan ske gennem en lang række finansielle instrumenter som f.eks. egenkapitalinvesteringer og lån. Disse instrumenter har ofte det til fælles, at de er ikke-omsættelige og illikvide, og at der ikke er noget eller kun et begrænset sekundært marked for dem. Investeringer i sådanne aktiver kan kræve en meget stor startkapital, hvilket kan afholde selv store institutionelle investorer fra at handle alene på grund af de beløb, der er nødvendige. Til forskel fra markedet for likvide omsættelige aktiver såsom værdipapirer findes der ikke nogen standardiseret ramme for sådanne investeringer. Nogle medlemsstater har nationale mekanismer i form af anerkendte investeringsselskaber, andre har ingen. Denne opsplitning er til hinder for udviklingen af et indre marked for investorer, der ønsker at opnå eksponering for langsigtede aktiver, som ofte giver forudsigelige afkast, men i sagens natur er illikvide.

Investeringer i langsigtede aktiver, via finansielle instrumenter eller realaktiver, er forbundet med væsentlige risici, hvis investeringerne ikke forvaltes korrekt. Den første risiko er, at investorerne kan blive vildledt med hensyn til arten af de aktiver, de investerer i, og den hermed forbundne risiko, fordi der ikke findes nogen harmoniseret tilgang til disse aktiver. Der er usikkerhed om de langsigtede aktivers karakter, deres risiko- og afkastprofil og den anbefalede ihændehaverperiode. Den anden risiko er

forbundet med aktivernes egenskaber, nemlig det, at de er illikvide. Den tredje risiko er forbundet med det forhold, at de fonde, der udbyder aktiverne, ikke nødvendigvis har den relevante sagkundskab til at udvælge og overvåge aktiverne og skræddersy en fonds afkastprofil til potentielle kunders behov. Af disse årsager har langsigtede investeringsfonde ikke altid haft de forventede resultater, og investorerne er undertiden blevet vildledt med hensyn det afkast, de er blevet stillet i udsigt.

Problemerne

Der findes således ikke nogen fælles, sammenlignelig grænseoverskridende standard for, hvad langsigtede aktiver eller investeringer er, hvem de egner sig for, og hvordan de fungerer. Dette står i kontrast til det grænseoverskridende marked for likvide aktiver, der er omfattet af standardiserede produktregler i henhold til direktivet om institutter for kollektiv investering i værdipapirer (UCITS - investeringsinstitutter). UCITS-pengemarkedet i EU forvalter aktiver til en værdi af 6 350 mia. EUR.

Disse faktorer har ført til opsplitning af markedet for langsigtede investeringsselskaber i EU. Investorerne har været tilbageholdende med at udforske dette marked, fordi der i modsætning til investeringsinstitutter ikke er nogen fælles, genkendelig og lovreguleret produktstruktur, som de kan have tillid til. Med direktivet om forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF'er) vil der inden længe blive indført et EU-markedsføringspas for forvaltere, der ønsker at udbyde andre fonde end investeringsinstitutter på tværs af grænserne. Direktivet om FAIF'er finder imidlertid anvendelse på forvalterne, ikke på de fonde, de udbyder, og indeholder derfor ikke produktregler eller definitioner for forskellige typer aktivklasser. Det kan derfor ikke forventes at løse det afdækkede problem. Mindre investorer er konfronteret med endnu større hindringer, da der ikke med direktivet om FAIF'er indføres et markedsføringspas for forvaltere, som ønsker at udbyde detailinvesteringsfonde på tværs af grænserne, hvilket betyder, at der fortsat vil være forskellige nationale tilgange.

Dette har haft en række uønskede konsekvenser. Forvalternes omkostninger er fortsat større, end de ellers ville være, da de ved grænseoverskridende investeringer er nødt til at forholde sig til en række retlige og produktrelaterede spørgsmål i forskellige medlemsstater. Fondene er mindre, end de ellers ville være, og derfor er omkostningernes indvirkning på investeringsafkast eller -udbytte tilsvarende større. Detailinvestorerne har ikke adgang til fonde i andre medlemsstater, som de kender og har tillid til. Omkostningerne forbliver høje, og udvalget af fonde er begrænset. Følgelig kan andre mindre investorer og detailinvestorer ikke nyde godt af fordelene ved den diversificering, som adgangen til langsigtede investeringer ellers ville medføre.

Realøkonomien er også berørt, da de alternative kilder til finansiering af vækst på lang sigt er begrænsede, således at virksomhederne fortsætter med primært at benytte sig af bankfinansiering, der nu hovedsagelig går til kortsigtede forpligtelser. Disse forhold begrænser den kapital, virksomhederne har adgang til fra både institutionelle investorer og detailinvestorer, og virker dermed som en hæmsko på deres evne til at investere langsigtet og skabe vækst og beskæftigelse for økonomien.

3. ANALYSE AF NÆRHEDSPRINCIPPET

Der findes fondsforvaltere, investeringsmål og investorer overalt i Unionen. Da kapitalforvaltningssektoren i alt væsentligt er af grænseoverskridende karakter, har den

nuværende opsplitning af markedet for langsigtede investeringer betyder, at sektoren fungerer ineffektivt. Nationale lovgivningstiltag med henblik på at løse disse problemer er imidlertid i sagens natur begrænset til den pågældende medlemsstat. Lovregulering af produktprofilen for en langsigtet investeringsfond på nationalt plan har ført til en situation, hvor der er opstået mange forskellige fondsordninger uafhængigt af hinanden. National handling har forhindret fremkomsten af et EU-dækkende indre marked for dem, der udbyder langsigtede investeringsfonde til deres investorer.

Indførelsen af en stabil grænseoverskridende mekanisme, der kan tilskynde til langsigtede investeringer, er ønskelig og kan i givet fald indgå i bestræbelserne for økonomisk genopretning. Den lange erfaring med investeringsinstitutter viser, at EU-dækkende produktregler og -krav kan være meget effektive med hensyn til at stimulere investeringer i relevante aktiver.

Der er derfor behov for handling på EU-plan for at skabe et indre marked for langsigtede investeringsfonde.

4. MÅLSÆTNINGER

De generelle målsætninger er: 1) at øge midlerne til langsigtet finansiering på tværs af alle erhvervssektorer og 2) at øge sammenhængen i det indre marked. Dette kræver, at tre specifikke målsætninger opfyldes, nemlig: 1) at forvaltere af langsigtede investeringsfonde kan opnå større stordriftsfordele, 2) at udvalget af langsigtede investeringsfonde og beskyttelsen af de investorer, der er interesseret i dem, øges, og 3) at investeringsstrømmene til aktiver med lang tidshorisont øges.

Dette kræver igen, at to operationelle målsætninger opfyldes: 1) at hindringerne for et indre marked for fonde, der investerer i langsigtede aktiver, fjernes, således at investorgrundlaget udvides, og 2) at mulighederne for, at langsigtede investeringsselskaber foretager fejl salg, reduceres.

5. LØSNINGSMODELLER

Med henblik på at opfylde de to operationelle målsætninger beskrives i konsekvensanalysen syv løsningsmodeller vedrørende både produktregler og forskellige typer investorer. De spænder fra ikke at foretage sig noget til indførelsen af produktregler for en grænseoverskridende langsigtet investeringsfond for både institutionelle investorer og detailinvestorer. Hver af modellerne er relevant for begge operationelle målsætninger.

Model 1	Ingen handling
Model 2	Udvikle et "blødt" mærke, men ikke noget markedsføringspas
Model 3	Tillade at investeringsinstitutter, der i forvejen har et markedsføringspas, i nogen grad eksponerer sig for langsigtede aktiver
Model 4	At oprette en ny fond, den langsigtede investeringsfond, med et særligt sæt porteføljebestemmelser for de langsigtede aktivklasser, der kan investeres i. Denne nye langsigtede investeringsfond vil kun være tilgængelig for institutionelle investorer

Model 5	Identisk med model 4, men fonden vil også være tilgængelig for privatpersoner med stor formue.
Model 6	Den langsigtede investeringsfond vil være tilgængelig for alle investorer, herunder detailinvestorer. Dette ville medføre strengere krav til investorbeskyttelse. For at modsvare aktivernes langsigtede karakter vil der ikke være nogen indløsningsrettigheder.
Model 7	Identisk med model 6, men med indløsningsrettigheder efter en indledende fastlåsning i f.eks. tre år.

6. VURDERING AF DE FORETRUKNE LØSNINGSMODELLERS KONSEKVENSER

Model 1 - ingen handling - er ikke acceptabel, da den ingenting gør for at løse de afdækkede problemer.

Model 2 vil indebære, at der skal træffes ikke-lovgivningsmæssige foranstaltninger for at tilskynde til konvergens mellem fonde, der er rettet mod langsigtede investeringer eller markedsfører sig som langsigtede investeringsfonde. Dette vil sandsynligvis kræve, at der indføres et frivilligt produktmærke med tilhørende kode. For forvalterne vil det være en billig løsning, som dog efter alt at dømmen kun vil slå igennem, hvis medlemsstaterne beslutter at ændre deres nationale bestemmelser for at bakke op om den. Derfor er det usandsynligt, at den kan afhjælpe opsplittningen.

Model 3 vil tillade investeringsinstitutter at ligge inde med et begrænset antal både illikvide og ikke-omsættelige aktiver. Dette vil give detailinvestorer adgang til langsigtede aktiver og give fonde, der i det mindste delvist investerer i langsigtede aktiver, et markedsføringspas. Det vil imidlertid stride imod det grundlæggende investeringsinstitut-princip om, at investorer kan indløse deres investeringer til enhver tid. Dette har givet investorer tillid til investeringsinstitutter. En ændring af princippet risikerer at undergrave dets succes og skabe usikkerhed om de typer aktiver, investeringsinstitutter kan investere i, og de risici, der er forbundet med dem. En række porteføljeformidlere har da også tilkendegivet, at de er imod en sådan ændring, idet de ligeledes frygter, at den kan undergrave investeringsinstitutternes succes.

Model 4 vil skabe et genkendeligt langsigtet investeringsprodukt, der kan sælges til institutionelle investorer i hele EU via et markedsføringspas. Bestemmelserne vil være en kalkering af bestemmelserne for investeringsinstitutter vedrørende f.eks., hvilke aktiver der er investerbare, men vil finde anvendelse på illikvide og i sagens natur langsigtede aktiver. Dette vil ikke løse det problem, at mindre investorer og detailinvestorer fortsat vil være udelukket fra sådanne investeringer og dermed ikke vil kunne diversificere deres portefølje tilsvarende og bidrage til den samlede disponible kapital.

Model 5 vil give privatpersoner med stor nettoformue, der anses for at kunne acceptere højere risikoniveauer, adgang til de pågældende fonde. Bortset herfra er denne model identisk med model 4. Den vil bevirke en udvidelse af den samlede disponible kapital og en åbning med hensyn til yderligere diversificering for flere investorer, men den udelukker fortsat detailinvestorer fra de potentielle fordele ved investeringer i sådanne fonde.

Model 6 vil tillade markedsføring af fonde som defineret under model 4, uden indløsningsrettigheder, over for detailinvestorer i hele EU ved hjælp af et markedsføringspas. Dette vil give den bredeste investoradgang til sådanne fonde og dermed maksimere den potentielle samlede kapital, der vil være til rådighed for sådanne investeringer. Af hensyn til de nødvendige standarder for beskyttelse af detailinvestorer vil fonden være omfattet af produktregler, der sikrer tilstrækkelig diversificering, behandler interessekonflikter, øger gennemsigtigheden i omkostninger og begrænser anvendelsen af gearing. Dette indebærer uundgåeligt visse ekstraomkostninger. Kraftigt forbedrede og harmoniserede produktregler kan mindske risikoen for fejlsalg. Institutionelle investorer såvel som detailinvestorer vil således i højere grad få tillid til langsigtede aktiver. At fonden vil være af den lukkede type, har den fordel, at det vil muliggøre investeringer i alle typer langsigtede aktiver, da en sådan struktur modsvarer disse aktivers manglende likvide profil bedst. En sådan løsning udmærker sig ved at være gennemsigtig med hensyn til den langsigtede forpligtelse, som investering i sådanne aktiver kræver.

Model 7 er identisk med model 6, bortset fra at den tillader indløsningsrettigheder. Indløsningsrettighederne vil i givet fald kunne anvendes efter et bestemt tidsrum, f.eks. tre år, hvorefter investorerne vil få adgang til deres penge med regelmæssige mellemrum. Dette vil mindske faren for, at detailinvestorer fastlåses imod deres interesser, men fjerner den ikke helt på grund af de langsigtede aktivers illikvide karakter. Det vil også betyde, at fondene skal have en likviditetsbuffer, så de altid er i stand til at imødekomme anmodninger om indløsning. Dette vil reducere fondenes andel af langsigtede illikvide aktiver og dermed mindske de fordele, de kan tilbyde investorer i form af porteføljediversificering, samt nedskære den mængde kapital, der er til rådighed til investeringer i langsigtede aktiver.

Foretrukket løsningsmodel

Når man på denne baggrund ser på model 1 til 7, synes model 6 at være den mest effektive med hensyn til at indføre en fælles definition og reducere hindringerne for et blomstrende indre marked for langsigtede investeringsfonde. Da den omfatter detailinvestorer, vil den åbne for uudnyttede kapitalkilder, og chancen for, at opsplittningen af de nationale markeder overvindes, vil være større. Ved at give forvalterne mulighed for at markedsføre langsigtede investeringsfonde uden indløsningsrettigheder vil denne model desuden kunne tages i brug hurtigere og potentielt på en mere dækkende måde end model 7 på grund af dens fleksibilitet. Denne model afspejler de eksisterende modeller i de lande, der tillader investeringer fra detailinvestorer.

7. OVERVÅGNING OG EVALUERING

Evalueringsinitiativer er en prioritering for Kommissionen. I forbindelse med dette forslag til forordning skal overvågningen vedrøre væksten (eller ej) i et marked for EU-dækkende langsigtede investeringsfonde. Hvis der efter en rimelig tid ikke udvikler sig et sådant marked, vil det være nødvendigt at tage stilling til, om selve bestemmelserne skal ændres.