



EUROOPA  
KOMISJON

Brüssel, 26.6.2013  
SWD(2013) 231 final

**KOMISJONI TALITUSTE TÖÖDOKUMENT**  
**MÕJU HINDAMISE KOMMENTEERITUD KOKKUVÕTE**

*Lisatud dokumendile:*

**Ettepanek: EUROOPA PARLAMENDI JA NÕUKOGU MÄÄRUS**

**Euroopa pikaajaliste investeerimisfondide kohta**

{ COM(2013) 462 final }  
{ SWD(2013) 230 final }

## **1. SISSEJUHATUS**

Kriisi tagajärjena tuleb juhtida tähelepanu probleemile, et investorite põhihuvi on saada kiiret majanduskasu, ent seetõttu on kannatanud kapitaliturgude tegelik eesmärk – rahastada reaalmajanduse kasvu.

Investoreid on vaja julgustada võtma pikaajalisi varalisi kohustusi nagu taristuprojektide rahastamine, et nad pakuksid madala intressiga laenusid, jättes kiire majanduskasu pigem tahaplaanile. Arvatavalt ei ole võimalust seda laadi pikaajalist investeeringut aastatega möödudes tagasi võtta, ent see võib tagada stabiilse ja prognoositava tulu. Reaalmajandusele tõuseb sellest kasu ka seetõttu, et ettevõtetele tagatakse finantsvood ja luuakse uusi töökohti.

Pikaajalistele kohustustele pühendunud investorite jaoks, nagu pensionifondid ja kindlustusandjad, võivad pikaajalised investeeringud osutada vägagi atraktiivseks. Paraku puuduvad praegu ühiskasutuse mehhanismid nagu fondid, mis võimaldaksid seda teha viisil, mis arvestaks vajalike pikaajaliste investeeringutega seonduvate kohustuste suurust, ulatust ja kestust. Ühtlasi seab see takistusi ka väiksematele investoritele, olgu nendeks VKEed, varakad üksikisikud ning jaeinvestorid.

Käesolevas mõjuhinnaangus võetakse vaatluse alla, kas pikaajaliste investeeringute piiriülese toote raamistik, nn pikaajalised investeeringute fondid (LTIF), võiksid ergutada institutsioonilisi ja/või jaeinvestoreid sellistesse süsteemidesse investeerima. See töö on tunnustus Euroopa Komisjoni rohelisele raamatule, mis käsitleb Euroopa majanduse pikaajalise rahastamise tõhustamist.

## **2. PROBLEEMI MÄÄRATLUS**

### **Probleemi püstitus**

Pikaajaliste investeeringute tegemiseks taristuprojektidesse, VKEde rahastamiseks ja muuks samalaadseks on mitmesuguseid rahastamisvahendeid, näiteks omakapitali osalus ja laenu. Neil vahenditel on sageli ühiseid omadusi: nad ei ole vabalt kaubeldavad, investeeringuobjektid on mittelikviidsed ning järelturg on piiratud või puudub. Investeeringud sellisesse varasse võivad olla seotud väga suurte ja mahupõhiste lepingutega, mille puhul ei ole isegi suuritel institutsionaalsetel investoritel üksi võimalik vajalikku rahasummat välja laenata. Erinevalt likviidsetest turul vabalt kaubeldavatest vahenditest nagu väärtpaberid, puudub selliste investeeringute puhul standardne raamistik. Mõnes liikmesriigis on riiklikud mehhanismid tunnustatud investeerimisfondide kujul olemas, teistes riikides midagi sellist kõrvale panna ei ole. Selline killustatus takistab nende investorite ühtse turu arengut, kes soovivad end siduda pikaajaliste varadega, mis pakuvad sageli prognoositavat tulu, kuid ei ole likviidse iseloomuga.

Juhul kui investeeringute juhtimine on korraldamata, siis kaasneb investeerimisega pikaajalisse varasse (kas finantsinstrumentide või reaalvara kaudu) oluline risk. Esimene oht seisneb selles, et investoreid võib eksitada selle vara iseloom ja riskid, millesse nad investeerivad, põhjuseks ühtlustatud lähenemisviisi puudumine sellistele varadele. Püsib ebakindlus pikaajalise vara määratluse, seonduva riski, kasumiprofiilide ja soovitatavate

hoiuaegade suhtes. Teine oht seondub kõnealuste varade omadustega, nimelt nende mittelikviidsusega. Kolmas risk – fondid, mis pakuvad juurdepääsu sellistele varadele, ei pruugi omada asjakohaseid teadmisi nende varade valimisel ja kontrollimisel, tegeledes fondi tootluse profiili sobitamisega potentsiaalsete klientide vajadustele. Neil põhjusil ei ole LTI fondid mitte alati käitunud kava kohaselt ning investoreid on lubatud kasumi suhtes mõnigi kord viidud eksiteele.

## **Probleemid**

Kokkuvõttes puudub ühtne võrreldav piiriülene standard, mis määratleks pikaajalise vara või investeringud, kellele need võivad sobida ja kuidas toimivad. Olukord on kardinaalselt erinev likviidsete varade piiriülese turu olukorrast, mida toetavad avatud investeerimisfondide (UCITS) direktiivi standardimise eeskirjad valdkonna toodete kohta. ELi avatud investeerimisfondide turul hallatavate varade maht on 6350 miljardit eurot.

Nimetatud tegurid on killustanud pikaajalise investeerimisvahendite turu kogu ELis. Seetõttu ei julge investorid kõnealust turgu uurida, kuna erinevalt avatud investeerimisfondidest puudub ühtne, äratuntav ja reguleeritud tootestruktuur, mida oleks võimalik usaldada. Alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate direktiiviga (AIFMD) kehtestatakse ELi pass fondivalitsejatele, kes soovivad peatselt tegelda piiriüleselt muude fondide kui avatud investeerimisfondidega. Ent AIFMD kohaldatakse fondivalitsejatele, mitte nende pakutavatele vahenditele, sellega ei kehtestata valdkonna toodete kohaldatavaid eeskirju ega anta erinevate varaliikide määratlust. Seetõttu on ebatõenäoline, et see probleem laheneks iseenesest. Väiksemate investorite ees on veelgi suuremad takistused, sest kuna AIFMDga ei kehtestata piiriüleste *jaeinvesteerimisfondide* valitsejate passe, jätkub erinev lähenemisviis riiklikul tasemel.

Kõik see on toonud kaasa palju soovimatuid tagajärgi. Fondi valitsemise kulud jäävad kõrgemaks, kui nad seda muidu oleksid, sest piiriüleste investeringute tõttu peavad nad igas liikmesriigis tegelema arvukate õiguslike ja tooteprobleemidega. Fondid on väiksemad, kui nad muidu võiksid olla ja seetõttu on kulude mõju mis tahes investeringukasumile või tootlusele proportsionaalselt suurem. Jaeinvestoritel ei ole juurdepääsu teiste liikmesriikide fondidele, mida nad tunnevad ja usaldavad. Kulud jäävad kõrgeks ning vahendite valik on piiratud. Selle tulemusena ei suuda teised väiksemad investorid ja jaeinvestorid nautida mitmekesistamise eeliseid, mida juurdepääs pikaajalistele investeringutele võiks tegelikult pakkuda.

Selline olukord mõjub halvasti ka reaalmajandusele, kuna pikaajalise rahastamise alternatiivsete võimaluste kasv on piiratud, ja nii peavad ettevõtted jätkuvalt toetuma pangalaenule, mille rõhuasetus on lühiajalistel kohustustel. See piirab kapitali mahtu, millele äriühingutel oleks juurdepääs nii institutsiooniliste kui ka jaeinvestorite kaudu, toimides niiviisi nende jaoks pikas perspektiivis investeringute pidurina ning pärsiks majanduskasvu ja uute töökohtade loomist.

## **3. SUBSIDIAARSUSE ANALÜÜS**

Fondivalitsejad, investeerimisobjektid ja investorid tegutsevad kogu Euroopa Liidus. Kuna varahalduse sektor on sisuliselt piiriülene, kaasneb LTI turu praeguse killustatusega selle sektori ebaefektiivsus. Riikliku regulatsiooni lähenemisviisi probleemidega tegelemiseks piirdub siiski konkreetse liikmesriigiga. LTI fondi

tootepiiri reguleerimine riiklikul tasandil on toonud kaasa olukorra, kus paljude erinevate fondide režiimid on välja töötatud üksteisest sõltumatult. Tegevus riigi tasemel on takistanud liidu tasandi siseturu tekkimist neile, kes võiksid investoritele pakkuda LTI vahendeid.

Stabiilse piiriülese mehhanismi loomine LTI toetamiseks on igati soovitatav ja sellest võib kujuneda oluline vahend majanduse elavdamiseks. Avatud investeerimisfonde pikaajaline kogemus on näidanud, et kogu ELi hõlmavad toote-eeskirjad ja nõuded võivad osutada väga edukaks vahendiks, mis hoogustavad investeringuid kõnealusesse varasse.

Seetõttu tuleb võtta meetmeid Euroopa tasandil, et luua pikaajaliste investeerimisfondide ühtne turg.

#### 4. EESMÄRGID

Üldeesmärgid on järgmised: 1) suurendada pikaajalise rahastamise vahendeid kõigis majandussektorites ja 2) suurendada sidusust ühtse turuga. Selleks tuleb täita kolm konkreetset eesmärki. Need on järgmised: 1) suurendada LTIFI valitsejate mastaabisäästu, 2) suurendada huvitatud investoritele pakutavat valikut ja kaitset ning 3) suurendada investeringuvoogu pikemateks ajavahemikeks.

Selle saavutamine nõuab omakorda kahe tegevuseesmärgi saavutamist: 1) kõrvaldada takistused ühtsel turul pikaajalisse varasse suunatud vahenditelt, mis laiendaksid investorite baasi ja 2) vähendada LTI müümisega seonduvat segadust.

#### 5. POLIITIKAVALIKUD

Nimetatud kahe tegevuseesmärgi saavutamiseks esitab IA seitse poliitikavalikut, mis hõlmavad nii toote-eeskirju kui ka eri liiki investoreid. Valikud hõlmavad nii meetmete võtmisest loobumist, aga ka piiriüleste LTIFide toote-eeskirjade loomist nii institutsionaalsetele kui ka jaainvestoritele. Iga valik on oluline mõlema tegevuseesmärgi saavutamiseks.

1. valik	Meetmeid ei võeta.
2. valik	Arendatakse ühtsed tooted, kuid passe ei kehtestata.
3. valik	Avatud investeerimisfondidele, kellel juba on pass, antakse võimalus siduda end mõningal määral ka pikaajaliste varadega.
4. valik	Luuakse uus fond, LTIF, millele portfellile kehtestatakse rahastamiskõlblike pikaajaliste varade liikide ranged eeskirjad. See uus LTIF oleks avatud ainult institutsionaalsetele investoritele.
5. valik	Sama mis 4. valik, kuid fond oleks avatud ka varakatele üksikisikutele.
6. valik	LTIF oleks avatud kõigile investoritele, sealhulgas jaainvestoritele. See tooks kaasa investorite tugevama kaitse nõude. Varade pikaajalise laadi tõttu puuduks tagasivõtmise õigus.

7. valik	Sama mis 6. valik, kuid nähakse ette tagasivõtmise õigus etteteatamisajaga, näiteks kolm aastat.
----------	--

## 6. VÄLJAVALITUD VALIKUTE MÕJU HINDAMINE

1. valik – meetmetest loobumine ei ole vastuvõetav, sest nii ei võeta kõnealuste probleemide lahendamiseks midagi ette.

2. valik tähendaks muid kui õigusloomega seonduvaid meetmeid, et soodustada pikaajalistele investeringutele suunatud fondide ühtlustamist või nende fondide turustamist pikaajaliste investeerimisfondidena. Sellega kaasneks tõenäoliselt vajadus luua läbimõeldud tootemärk ja -kood. Kuna see valik ei lisaks fondivalitsejate kaalukust, võidakse edu saavutada ainult sel juhul, kui liikmesriigid otsustavad muuta siseriiklikke eeskirju, et seda toetada ning seetõttu on ebatõenäoline, et see valik aitaks lahendada killustatuse probleemi.

3. valik lubab avatud investeerimisfondidel omada piiratud hulka mittelikviidseid varasid, mis ei ole vabalt kaubeldavad. See annaks jaeinvestorite juurdepääsu pikaajalistele varadele, samuti tagab ka vahendeid, mis on vähemalt osaliselt investeeritud UCITS-tootepassiga pikaajalisse varasse. Siiski tekiksid käärid UCITS põhimõttega, et investorid võivad oma investeringud igal ajal tagasi võtta. Sellel põhineb investoritele usaldus avatud investeerimisfondide vastu. Igasugune muutus ähvardaks seda edu õõnestada ja põhjustaks segadust varaliikide osas, mida avatud investeerimisfond võib investeerida, samuti seonduvate riskide osas. Mitu varahaldurit on samuti teatanud oma vastuväidetest sellele muudatusele, sest ka nemad on mures, et see võiks avatud investeerimisfonde edu kahjustada.

4. valikuga luuakse äratuntav LTI toode, mida on võimalik müüa institutsionaalsetele investoritele kogu ELis tootepassi kaudu. Avatud investeerimisfonde eeskirjad modelleeritakse näiteks varade sobivuse käsitlemise osas, kuid need kehtiksid mittelikviidse ja pikaajalise iseloomuga varadele. See ei lahenda probleemi, et väiksemad ja jaeinvestorid jääksid jätkuvalt sellistest investeringutest eemale ja neil ei oleks endiselt võimalik oma portfelli vastavalt mitmekesistada või aidata kaasa kättesaadava kapitalikogumi suurendamisele.

5. valik võimaldaks varakate üksikisikute osalust, kes on võimelised võtma suuremat investeerimisriski juurdepääsuks neile rahalistele vahenditele. Põhiosas kattub see 4. valikuga. Kuigi sellel oleks kättesaadavat kapitalikogumit laiendav mõju ja see mitmekesistaks suurema hulga investorite võimalusi, välistab see ikkagi jaeinvestorid, kellel võiks sellistesse fondidesse investeerimisest kasu olla.

6. valik võimaldaks luua fondid, mis on määratletud 4. valikus, mis ei võimalda tagasivõtmist jaeinvestoritele kogu ELis tootepassi vahendusel. See võimaldaks väga paljudele investoritele juurdepääsu neile fondidele, maksimeerides kõnealusteks investeringuteks kättesaadavat kapitalikogumit. Jaeinvestoritele vajalike kaitsestandardite väljatöötamisel peab fond arvestama toote-eeskirjadega, mille eesmärk on tagada piisav mitmekesistamine, lahendada huvide konfliktid, suurendada kulude läbipaistvust ja piirata finantsvõimenduse kasutamist. See toob vältimatult kaasa mõningad lisakulud. Oluliselt paranenud ja ühtlustatud toote-eeskirjad võivad

leevendada pahatahtliku müügi riski. See aitab tekitada usaldust pikaajalise vara vastu nii institutsionaalsete kui ka jaainvestorite seas. Fondidele kinnise vormi määramine soodustab investeringuid kõikidesse pikaajalistesse varadesse, kuna selline struktuur sobib nende varade mittelikviidsusega paremini. Kirjeldatud lahendus on potentsiaalselt läbipaistev tänu pikaajalistele kohustustele, mis on sellisesse varasse investeerimise tingimuseks.

7. valik on sama mis valik 6, välja arvatud selles ette nähtud tagasivõtmise õiguse võimalus. Tagasivõtmise õigus oleks lubatud pärast ettenähtud perioodi, näiteks kolme aastat, misjärel investoritel oleks oma rahale juurdepääs tavalises korras. Kuigi see vähendaks väikeinvestorite ohtu jääda ilma võimalusest oma vahendeid vajaduse korral kasutada, ei saa seda pikaajaliste varade mittelikviidse iseloomu tõttu täielikult välistada. See tähendaks ka seda, et fondid peaksid säilitama likviidsuspuhvri, et tagada pidev võimekus rahuldada kõiki tagasivõtmise taotlusi. See vähendaks mittelikviidsete pikaajaliste varade osakaalu fondides, vähendades ka portfelli mitmekesistamisest saadavat kasu, mida nad investoritele pakuvad, ning kärbibiks pikaajalisteks investeringuteks kasutatavaid summasid.

### **Väljavalitud valik**

Valikute 1–7 ülevaatusel ilmneb, et 6. valik tagab suurima tõhususe, luues ühise määratluse ja vähendades LTIF ühtse turu eduka toimimise ees olevaid takistusi. Jaainvestorite kaasamisega võetakse kasutusele seni rakendamata kapitaliallikad, ja see pakub kindlamat võimalust ületada riikide turgude killustatust. Lisaks, andes fondivalitsejatele loa turustada LTIFe ilma tagasivõtmise õigusega, tagatakse tänu paindlikkusele võimalus kiiremaks ja potentsiaalselt sügavamaks majanduseduks kui seda võimaldaks 7. valik. See valik kajastab olemasolevat mudelit, mis on olemas riikides, kus jaainvestoritel on lubatud investeerida.

## **7. JÄRELEVALVE JA HINDAMINE**

Mis tahes seadusandliku algatuse hindamine on komisjoni prioriteet. Käesoleva määruse ettepaneku kohaselt seonduvad järelevalve ülesanded majanduskasvu eesmärgiga, või ka ELi hõlmava pikaajaliste investeerimisfondide turuga. Kui kõnealusel turul ei teki mõistliku aja jooksul oodatavat arengut, siis tuleks edaspidi kaaluda vajadust praegusi eeskirju muuta.