



Bryssel 26.6.2013
SWD(2013) 231 final

KOMISSION YKSIKÖIDEN VALMISTELUASIAKIRJA

TIIVISTELMÄ VAIKUTUSTEN ARVIONNISTA

Oheisasiakirja

ehdotukseen Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi

eurooppalaisista pitkäaikaissijoitusrahastoista

{ COM(2013) 462 final }

{ SWD(2013) 230 final }

1. JOHDANTO

Yksi finanssikriisin esiin tuomista ongelmista on ollut sijoittajien taipumus tavoitella nopeita taloudellisia voittoja. Tämä taipumus on vaikeuttanut pääomamarkkinoiden perustavoitteen saavuttamista eli reaalityalouden kasvun rahoittamista.

Sijoittajia olisi kannustettava tekemään pitempiaikaisia sijoituksia infrastruktuurihankkeiden kaltaisiin kohteisiin ja tarjoamaan niihin ”pitkäjänteistä eli kärsivällistä pääomaa” nopeiden voittojen tavoittelun sijasta. Pitkäaikaissijoituksia ei ehkä voi lunastaa moneen vuoteen, mutta ne voivat tarjota vakaata ja ennakoitavissa olevaa tuottoa. Tämä hyödyttää myös reaalityaloutta tarjoamalla rahoitusta yrityksille ja luomalla työpaikkoja.

Eläkerahastojen ja vakuutusyhtiöiden kaltaiset sijoittajat, joilla on pitempiaikaisia vastuuta, saattavat olla kiinnostuneita pitkäaikaissijoituksista. Käytävissä ei ole kuitenkaan rahastojen kaltaisia pääomien yhdistämismekanismeja, jotka helpottaisivat pitkäaikaisia sijoituksia ottamalla huomioon sijoitusten koon, laajuuden ja keston. Tämä estää myös pienempiä sijoittajia, kuten pk-yrityksiä, varakkaita yksityishenkilöitä ja muita yksityissijoittajia, tekemästä tällaisia sijoituksia.

Tässä vaikutusten arvioinnissa tarkastellaan, voidaanko yhteisö- ja/tai yksityissijoittajat saada kiinnostumaan pitkäaikaissijoituksista luomalla rajatylittävien sijoitusten tuotekehikseksi pitkäaikaissijoitusrahastoja (Long-Term Investment Funds, LTIF-rahastot). Tällä työllä täydennetään komission vihreää kirjaa, jossa käsitellään Euroopan talouden pitkäaikaista rahoitusta.

2. ONGELMAN MÄÄRITTELY

Ongelmien syyt

Infrastruktuurihankkeisiin, pk-yritysten rahoitukseen ja vastaaviin kohteisiin voidaan tehdä pitkäaikaissijoituksia käyttämällä erilaisia rahoitusinstrumentteja, kuten pääomasijoituksia ja lainoja. Yhteistä näille instrumenteille on usein se, että ne eivät ole siirtokelpoisia, ne ovat epälikvidejä ja niillä on joko pienet tai olemattomat jälkimarkkinat. Tällaiset sijoituskohteet voivat vaatia ennakolta hyvin suuria pääomasitoumuksia, minkä vuoksi suurelta yhteisösijoittajat eivät ole halukkaita toimimaan yksin, koska kohteisiin tarvitaan paljon rahaa. Toisin kuin arvopapereiden kaltaisten likvidien, siirtokelpoisten omaisuuserien markkinoilla tällaisille sijoituksille ei ole olemassa vakiokohystä. Eräillä jäsenvaltioilla on omia kansallisia mekanismeja, kuten tunnustettuja sijoitusjärjestelyjä, mutta toisilta ne puuttuvat. Tämä pirstoutuminen estää sisämarkkinoiden kehittymisen sellaisia sijoittajia varten, jotka haluavat sijoittaa pitkäaikaisiin omaisuuseriin. Nämä tarjoavat usein ennakoitavissa olevaa tuottoa mutta ovat epälikvidejä luonteeltaan.

Sijoituksiin, jotka tehdään pitkäaikaisiin varoihin joko rahoitusinstrumenttien välityksellä tai sijoittamalla reaalityalouteen, liittyy usein huomattavia riskiä, jos sijoituksia ei hoideta kunnolla. Ensimmäinen riski on, että sijoittajille annetaan väärä käsitys sijoituksen kohteena olevien omaisuuserien luonteesta ja riskeistä, koska omaisuuseriin ei sovelleta yhdenmukaista menettelyä. Epävarmuutta on pitkäaikaisten

omaisuuserien luonteesta, riski-hyötyprofiileista ja suositetuista pitoajoista. Toinen riski liittyy omaisuuserien epälikvidiiteen. Kolmas riski johtuu puolestaan siitä, että rahastoilla, jotka tarjoavat mahdollisuuden sijoittaa tällaisiin omaisuuseriin, ei ole välttämättä riittävästi asiantuntemusta valita ja valvoa omaisuuseriä ja räätälöidä rahaston tuottoprofiilia mahdollisten sijoittajiensa tarpeiden mukaiseksi. Näistä syistä pitkäaikaissijoitusrahastot eivät ole aina suorituneet suunnitelmien mukaisesti, ja sijoittajia on voitu johtaa harhaan lupaamalla tuottoa, joka onkin jäänyt saamatta.

Ongelmat

Voidaan siis todeta, ettei ole olemassa yleistä, vertailukelpoista, yli rajojen sovellettavaa standardia siitä, mitä pitkäaikaiset omaisuuserät tai sijoitukset ovat, kenelle ne sopivat ja miten ne toimivat. Tilanne on päinvastainen kuin likvidien omaisuuserien markkinoilla, joilla tuotesäännöt on standardoitu siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (UCITS) koskevalla direktiivillä. EU:ssa tällaisten yhteissijoitusyritysten markkinat hoitavat omaisuuseriä, joiden arvo 6 350 miljardia euroa.

Näistä syistä EU:n pitkäaikaissijoitusrahastojen markkinat ovat pirstoutuneet. Sijoittajat ovat olleet haluttomia tutustumaan näihin markkinoihin, koska niillä ei ole, toisin kuin yhteissijoitusyritysten markkinoilla, yhteistä, tunnistettavissa oleva ja säänneltyä tuoterakennetta, johon sijoittajat voisivat luottaa. Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevalla direktiivillä luodaan piakkoin EU-passi rahastonhoitajille, jotka haluavat tarjota muita rahastoja kuin yhteissijoitusyrityksiä rajojen yli. Direktiiviä sovelletaan kuitenkin rahastonhoitajiin eikä niiden tarjoamiin rahastoihin, joten sillä ei luoda tuotesääntöjä tai määritelmiä erityyppisille omaisuusluokille. Sen vuoksi sillä ei todennäköisesti ratkaista tässä käsiteltyä ongelmaa. Pienemmät sijoittajat kohtaavat vielä suurempia esteitä, koska vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevalla direktiivillä ei luoda passia, jolla rahastonhoitajat voisivat tarjota vähittäismarkkinoilla toimivia sijoitusrahastoja yli rajojen. Erilaisia kansallisia lähestymistapoja tullaan siis soveltamaan edelleen.

Tällä on ollut epätoivottuja seurauksia. Rahastonhoitajille aiheutuu tarpeettoman suuria kustannuksia rajatylittävistä sijoituksista, koska ne joutuvat selvittämään useita oikeudellisia ja tuotteisiin liittyviä kysymyksiä eri jäsenvaltioissa. Rahastot ovat pienempiä kuin ne voisivat olla, minkä vuoksi kustannuksilla on suhteettoman suuri vaikutus kaikkiin tuottoihin. Yksityissijoittajat eivät voi käyttää muissa jäsenvaltioissa rahastoja, jotka ovat niille tuttuja ja joihin ne luottavat. Kustannukset jäävät suuriksi ja rahastoalikoima rajalliseksi. Sen vuoksi muut pienemmät sijoittajat ja yksityissijoittajat eivät voi hyödyntää hajauttamisetuja, joita pitkäaikaissijoitusten käyttö voisi muuten tarjota.

Tästä kärsii myös reaalityö, koska pitkäaikaisen kasvun vaihtoehtoiset rahoituslähteet ovat rajalliset, minkä vuoksi yritykset turvautuvat yhä pääasiassa pankkirahoitukseen, joka painottuu nykyään lyhytaikaisiin sitoumuksiin. Tämä rajoittaa sellaisen pääoman määrää, jota yritykset voisivat saada sekä yhteisö- että yksityissijoittajilta, minkä vuoksi se haittaa myös yritysten mahdollisuuksia tehdä pitkäaikaisia sijoituksia ja luoda kasvua ja työllisyyttä taloutta varten.

3. TOISSIJAISSUUSANALYYSI

Rahastonhoitajat, sijoituskohteet ja sijoittajat ovat sijoittautuneet kaikkialle unioniin. Koska omaisuudenhoitoala on pääasiassa rajatylittävää, pitkäaikaissijoitusrahastojen markkinoiden nykyinen hajanaisuus on estänyt alaa toimimasta tehokkaasti. Kansallinen sääntely rajoittuu luonnostaan asianomaiseen jäsenvaltioon. Pitkäaikaissijoitusrahaston tuoteprofiilia säännellään kansallisella tasolla, mikä on johtanut tilanteeseen, jossa monet erilaiset rahastojärjestelyt ovat kehittyneet itsenäisesti. Kansallinen toiminta on estänyt unionin laajuisia sisämarkkinoita kehittymästä niitä varten, jotka tarjoavat pitkäaikaisrahastoja sijoittajilleen.

On suotavaa luoda vakaa rajatylittävä mekanismi, jolla edistetään pitkäaikaisinvestointeja ja mahdollisesti myös talouden elpymistä. Yhteissijoitusyrityksistä saatu pitkäaikainen kokemus on osoittanut, että koko EU:ta koskevat tuotesäännöt ja -vaatimukset voivat olla tehokas keino edistää erilaisiin omaisuuseriin tehtäviä sijoituksia.

Tämän perusteella tarvitaan EU:n tason toimia, joilla voidaan luoda pitkäaikaisten sijoitusten sisämarkkinat.

4. TAVOITTEET

Yleisinä tavoitteina on 1) lisätä pitkäaikaisen rahoituksen hankintakeinoja kaikilla talouden sektoreilla ja 2) yhtenäistää sisämarkkinoita. Näiden tavoitteiden saavuttamiseksi on ensin saavutettava seuraavat erityistavoitteet: 1) pitkäaikaissijoitusrahastojen hoitajille koituvien mittakaavaetujen lisääminen, 2) tällaisista rahastoista kiinnostuneiden sijoittajien valinnanvaran ja suojan parantaminen ja 3) pitkäaikaisiin omaisuuseriin suuntautuvien sijoitusvirtojen lisääminen.

Tämä edellyttää puolestaan kahden toimintatavoitteen saavuttamista: 1) on poistettava esteet, jotka haittaavat pitkäaikaisiin omaisuuseriin sijoittavien rahastojen sisämarkkinoita, jotta voidaan laajentaa tällaisten rahastojen sijoittajapohjaa, ja 2) on rajoitettava tällaisten pitkäaikaissijoitusrahastojen harhaanjohtavaa mainontaa.

5. TOIMINTAVAIHTOEHDOT

Edellä mainittujen kahden toimintatavoitteen saavuttamiseksi vaikutusten arvioinnissa esitetään seitsemän toimintavaihtoa, jotka liittyvät sekä tuotesääntöihin että erityyppisiin sijoittajiin. Vaihtoehdot ulottuvat toimien toteuttamatta jättämisestä tuotesääntöjen laatimiseen sellaisia pitkäaikaissijoitusrahastoja varten, joihin sekä yhteissijoittajat että yksityissijoittajat voivat tehdä sijoituksia. Jokaisessa vaihtoehdossa otetaan huomioon molemmat toimintatavoitteet.

Vaihtoehto 1:	Ei toteuteta mitään toimia.
Vaihtoehto 2:	Kehitetään ei-sitova merkki, muttei passia.
Vaihtoehto 3:	Annetaan yhteissijoitusyrityksille, joilla on jo passi, lupa tehdä jossain määrin sijoituksia pitkäaikaisiin omaisuuseriin.
Vaihtoehto 4:	Luodaan uusi rahastomuoto, pitkäaikaissijoitusrahasto, ja sovelletaan

	siihen sijoitussalkkua koskevia erityissääntöjä, jotka liittyvät sijoituskohteiksi hyväksytyjen pitkäaikaisten omaisuuserien luokkiin. Uuteen pitkäaikaissijoitusrahastoon voivat sijoittaa ainoastaan yhteisösijoittajat.
Vaihtoehto 5:	Sama kuin vaihtoehto 4, mutta rahasto on avoin myös varakkaille yksityishenkilöille.
Vaihtoehto 6:	Pitkäaikaissijoitusrahasto on avoin kaikille sijoittajille, yksityissijoittajat mukaan luettuina. Tällöin tarvitaan tiukempia sijoittajansuojaa koskevia vaatimuksia. Omaisuuserien pitkäaikaisuuden vuoksi ei anneta lunastusoikeuksia.
Vaihtoehto 7:	Sama kuin vaihtoehto 6, mutta tähän vaihtoehtoon sisältyvät lunastusoikeudet, jotka ovat käytettävissä tietyn määräajan, esimerkiksi kolmen vuoden kuluttua.

6. VALITTUJEN VAIHTOEHTOJEN VAIKUTUSTEN ARVIOINTI

Vaihtoehtoa 1, jossa toimet jätetään toteuttamatta, ei voida hyväksyä, koska siinä ei puututa millään tavoin todettuihin ongelmiin.

Vaihtoehto 2 sisältää muita kuin lainsäädäntötoimenpiteitä. Niillä pyritään edistämään sellaisten rahastojen lähentymistä, jotka tähtäävät pitkäaikaisiin sijoituksiin tai markkinoivat itseään pitkäaikaissijoitusrahastoina. Tätä varten olisi todennäköisesti luotava vapaaehtoinen tuotemerkki ja -koodi. Vaikka tämä olisi rahastonhoitajien kannalta edullinen vaihtoehto, se toimisi vain, jos jäsenvaltiot päättäisivät tukea sitä muuttamalla kansallisia sääntöjään. Sen vuoksi tällä vaihtoehdolla ei todennäköisesti voitaisi korjata markkinoiden pirstoutumista.

Vaihtoehdossa 3 yhteissijoitusyrityksille annetaan lupa pitää hallussaan jokin verran epälikvidejä varoja, jotka eivät ole siirtokelpoisia. Tämä tarjoaisi yksityissijoittajille mahdollisuuden sijoittaa pitkäaikaisiin omaisuuseriin ja tarjoaisi passin rahastoille, jotka sijoittavat ainakin jonkin verran pitkäaikaisiin omaisuuseriin. Se olisi kuitenkin ristiriidassa yhteissijoitusyrityksiä koskevan peruseriaatteen kanssa, jonka mukaan sijoittajien on voitava lunastaa sijoituksensa milloin tahansa. Juuri tämä periaate on saanut sijoittajat luottamaan yhteissijoitusyrityksiin. Jos sitä muutetaan, muutos voi horjuttaa yhteissijoitusyritysten menestystä ja aiheuttaa epävarmuutta siitä, minkätyyppisiin omaisuuseriin yhteissijoitusyritykset voivat sijoittaa ja mitä riskejä niihin liittyy. Lisäksi monet varainhoitajat ovat ilmoittaneet vastustavansa tällaista muutosta, koska nekin pelkäävät, että muutos voi horjuttaa yhteissijoitusyritysten menestystä.

Vaihtoehdossa 4 luodaan helposti tunnistettavissa oleva pitkäaikaissijoitustuote, jota voidaan myydä yhteisösijoittajille passin turvin koko EU:ssa. Sitä koskevat säännöt vastaisivat yhteissijoitusyrityksiä koskevia sääntöjä muun muassa hyväksyttävien omaisuuserien osalta, mutta sääntöjä sovellettaisiin epälikvideihin, pitkäaikaisiin omaisuuseriin. Tämä ei ratkaisisi kuitenkaan sitä ongelmaa, että pienemmät sijoittajat ja

yksityissijoittajat eivät voi edelleenkään tehdä pitkäaikaissijoituksia eikä hajauttaa salkkujaan niiden avulla tai tarjota pääomaa kyseisiin sijoituskohteisiin.

Vaihtoehdossa 5 annetaan varakkaille yksityishenkilöille, joiden katsotaan voivan kantaa suurempia sijoitusriskejä, mahdollisuus sijoittaa pitkäaikaissijoitusrahastoihin. Muilta osin se on sama kuin vaihtoehto 4. Vaikka tämä vaihtoehto laajentaa pääoman hankintamahdollisuuksia ja antaa useammille sijoittajille mahdollisuuden hajauttaa salkkujaan pitkäaikaissijoitusrahastojen avulla, se jättää yksityissijoittajat niiden etujen ulkopuolelle, jotka voidaan saavuttaa sijoittamalla tällaisiin rahastoihin.

Vaihtoehdossa 6 annetaan lupa markkinoida passin turvin koko EU:ssa vaihtoehdon 4 mukaisia rahastoja, jotka eivät tarjoa lunastusoikeutta. Tämä vaihtoehto antaa kaikkein suurimmalle sijoittajajoukolle mahdollisuuden sijoittaa tällaisin rahastoihin, jolloin vastaaviin sijoituskohteisiin voidaan hankkia mahdollisimman paljon pääomaa. Yksityissijoittajia varten tarvitaan kuitenkin sijoittajansuojaa koskevia vaatimuksia, minkä vuoksi rahastoihin sovelletaan tuotesääntöjä, joiden tavoitteena on varmistaa riittävä hajauttaminen, puuttua eturistiriitoihin, lisätä avoimuutta kustannusten osalta ja rajoittaa vivutuksen käyttöä. Tämä aiheuttaa väistämättä lisäkustannuksia. Tuotesäännöillä, joihin on tehty huomattavia parannuksia ja yhdenmukaistuksia, voidaan rajoittaa harhaanjohtavaa myyntiä. Tämä vahvistaa sekä yhteisö- että yksityissijoittajien luottamusta pitkäaikaisiin omaisuuseriin. Jos rahastosta tehdään suljetun tyyppinen, etuna on se, että rahasto voi sijoittaa kaikkentyyppisiin pitkäaikaisiin omaisuuseriin, koska sen rakenne vastaa paremmin tällaisten omaisuuserien epälikvidiä profiilia. Tämän vaihtoehdon etuna on sen avoimuus pitkäaikaisesta sitoutumisesta, jota tällaisiin omaisuuseriin sijoittaminen vaatii.

Vaihtoehto 7 on sama kuin vaihtoehto 6, paitsi että siinä sallitaan lunastusoikeudet. Lunastusoikeudet annetaan tietyn määräajan, esimerkiksi kolmen vuoden kuluttua, jonka jälkeen sijoittajat voivat säännönmukaisesti nostaa rahansa. Vaikka tämä pienentääkin sitä vaaraa, että yksityissijoittajat joutuvat pitämään sijoituksiaan vastoin omia etujaan, se ei poista sitä kokonaan, mikä johtuu pitkäaikaisten varojen epälikvidistä luonteesta. Lisäksi rahastojen olisi pidettävä yllä likviditeettipuskuria, jolla varmistettaisiin, että ne pystyvät aina täyttämään lunastuspyynnöt. Tämä vähentäisi rahastoissa olevien epälikvidien pitkäaikaisten omaisuuserien osuutta, kaventaisi rahastojen sijoittajilleen tarjoamia sijoitussalkun hajauttamisetuja ja pienentäisi summia, jotka voidaan sijoittaa pitkäaikaisiin omaisuuseriin.

Parhaana pidetty vaihtoehto

Edellä esitetyn perusteella vaikuttaa siltä, että vaihtoehdoista 1–7 vaihtoehto 6 on toimivin ja tehokkain, koska sillä luodaan yhteinen määritelmä ja vähennetään esteitä, jotka haittaavat pitkäaikaissijoitusrahastojen sisämarkkinoiden menestymistä. Antamalla yksityissijoittajille mahdollisuuden sijoittaa tällaisiin rahastoihin se avaa uusia pääomalähteitä ja vähentää tehokkaammin markkinoiden pirstoutumista useisiin kansallisiin markkinoihin. Lisäksi se sallii pitkäaikaissijoitusrahastojen hoitajien markkinoida rahastojaan ilman lunastusoikeuksia, minkä vuoksi tämä malli voidaan ottaa nopeammin ja ehkä myös laajemmin käyttöön sen joustavuuden ansiosta. Tämä vaihtoehto vastaa sellaisissa maissa käytettyjä malleja, joissa yksityissijoittajien sallitaan tehdä tällaisia sijoituksia.

7. SEURANTA JA ARVIOINTI

Säädösehdotusten arviointi kuuluu komission ensisijaisiin tehtäviin. Tämän ehdotetun säädöksen seuranta liittyisi kasvuun tai vastaavaan tekijään EU:n laajuisilla pitkäaikaissijoitusrahastojen markkinoilla. Jos tällaisia markkinoita ei kehity kohtuullisessa ajassa, tarvitaan uutta arviointia sen määrittämiseksi, onko asetuksen säännöksiä tarpeen muuttaa.