



KOMISJA  
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 26.6.2013 r.  
SWD(2013) 231 final

**DOKUMENT ROBOCZY SŁUŻB KOMISJI**

**STRESZCZENIE OCENY SKUTKÓW**

*Towarzyszący dokumentowi:*

**Wniosek  
ROZPORZĄDZENIE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY  
w sprawie  
europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych**

{COM(2013) 462 final}

{SWD(2013) 230 final}

## 1. WPROWADZENIE

Jedną z konsekwencji kryzysu było uwydatnienie problemu skupienia się inwestorów na krótkoterminowych zyskach kosztem podstawowego celu rynków kapitałowych, którym jest finansowanie rozwoju gospodarki realnej.

Istnieje konieczność, aby zachęcać inwestorów do bardziej długoterminowego zaangażowania w takie aktywa jak projekty infrastrukturalne; zamiast uczestniczyć w pogoni za krótkoterminowymi zyskami, inwestorzy mogą udzielać finansowania długoterminowego (udostępniać tak zwany „cierpliwy” kapitał, z ang. *patient capital*). Z tego rodzaju bardziej długoterminowych inwestycji nie można się wycofać przez szereg lat, ale mogą one zapewniać stabilne i przewidywalne zyski. Jest to również korzystne dla gospodarki realnej ze względu na finansowanie przedsiębiorstw i tworzenie nowych miejsc pracy.

Inwestycje długoterminowe mogą być atrakcyjne dla inwestorów mających bardziej długoterminowe zobowiązania, na przykład funduszy emerytalnych i zakładów ubezpieczeń. Jednak nie istnieją łatwo dostępne mechanizmy gromadzenia środków, na przykład fundusze, które umożliwiają to w sposób uwzględniający wielkość, skalę i okres potrzebnego zaangażowania w takie inwestycje długoterminowe. Jest to również barierą dla mniejszych inwestorów, takich jak MŚP, zamożni klienci indywidualni oraz inwestorzy indywidualni.

W niniejszej ocenie skutków przeanalizowano, czy stworzenie transgranicznych ram dla inwestycji długoterminowych, tak zwanych długoterminowych funduszy inwestycyjnych (LTIF), może pobudzić popyt na takie aktywa ze strony inwestorów instytucjonalnych lub indywidualnych. Niniejsze opracowanie jest uzupełnieniem zielonej księgi Komisji dotyczącej długoterminowego finansowania gospodarki europejskiej.

## 2. OKREŚLENIE PROBLEMU

### Przyczyny problemów

Długoterminowych inwestycji w projekty infrastrukturalne, finansowanie MŚP i inne podobne przedsięwzięcia można dokonywać poprzez szereg różnorodnych instrumentów finansowych, na przykład inwestycje kapitałowe i pożyczki. Instrumenty te często posiadają cechy wspólne, którymi są niezbywalność i brak płynności oraz niewielki rynek wtórny lub jego brak. Inwestycje w takie aktywa mogą wymagać bardzo dużego początkowego zaangażowania kapitału, co może zniechęcać nawet dużych inwestorów instytucjonalnych do działania w pojedynkę, biorąc pod uwagę wymaganą kwotę pieniędzy. W przeciwieństwie do rynku płynnych, zbywalnych aktywów, takich jak papiery wartościowe, nie istnieją żadne standardowe ramy dla omawianych inwestycji. Niektóre państwa członkowskie zapewniają krajowe mechanizmy w postaci uznanych instrumentów inwestycyjnych, inne zaś nie. To rozdrobnienie uniemożliwia rozwój jednolitego rynku dla inwestorów chcących zaangażować środki w aktywa długoterminowe, które często oferują przewidywalne zyski, ale z natury są niepłynne.

Inwestowanie w aktywa długoterminowe, czy to za pośrednictwem instrumentów finansowych czy bezpośrednio w aktywa rzeczowe, wiąże się z istotnym ryzykiem w

przypadku, gdy inwestycje te nie są odpowiednio zarządzane. Pierwszym elementem ryzyka jest fakt, że inwestorzy mają mylne pojęcie o charakterze i ryzyku aktywów, w które inwestują, z powodu braku zharmonizowanego podejścia do tych aktywów. Istnieje niepewność co do istoty aktywów długoterminowych, ich profilu ryzyka i rentowności oraz zalecanych okresów utrzymywania inwestycji. Drugi element ryzyka jest związany z cechami aktywów, mianowicie z tym, że są one z natury nie płynne. Trzeci element ryzyka wiąże się z faktem, iż fundusze oferujące dostęp do tych aktywów mogą nie posiadać odpowiedniej wiedzy fachowej w zakresie wyboru i monitorowania aktywów oraz dopasowania profilu rentowności do potrzeb potencjalnych klientów. Z tych powodów wyniki długoterminowych funduszy inwestycyjnych nie zawsze były zgodne z planem, a inwestorzy czasami uzyskiwali błędne informacje dotyczące obiecanej rentowności.

## **Problemy**

W rezultacie nie ma wspólnego, porównywalnego transgranicznego standardu wskazującego, czym są aktywa bądź inwestycje długoterminowe, dla kogo mogą się one nadawać oraz jak funkcjonują. Taka sytuacja kontrastuje z transgranicznym rynkiem aktywów płynnych, który korzysta z ujednoczenia zasad dotyczących produktów wynikającego z dyrektywy w sprawie przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS). Wartość zarządzanych aktywów na unijnym rynku funduszy UCITS wynosi 6 350 mld EUR.

Powyższe czynniki doprowadziły do rozdrobnienia rynku długoterminowych instrumentów inwestycyjnych w całej UE. Zniechęca to inwestorów do szukania możliwości inwestycyjnych na tym rynku, gdyż w przeciwieństwie do rynku UCITS nie ma na nim wspólnej, rozpoznawalnej i uregulowanej struktury produktów, do której mogą mieć zaufanie. Na mocy dyrektywy dotyczącej zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (dyrektywy w sprawie ZAFI) wkrótce powstanie system paszportów UE dla zarządzających, którzy chcą oferować za granicą fundusze niebędące UCITS. Jednak dyrektywa w sprawie ZAFI dotyczy zarządzających, a nie oferowanych przez nich funduszy, a zatem nie określa przepisów dotyczących produktów ani definicji dla różnych rodzajów klas aktywów. Dlatego też jest mało prawdopodobne, że będzie ona rozwiązaniem w odniesieniu do wskazanego problemu. Mniejsi inwestorzy stają przed jeszcze większymi barierami, gdyż na mocy dyrektywy w sprawie ZAFI nie tworzy się paszportu UE dla zarządzających chcących oferować transgraniczne fundusze inwestycyjne skierowane do inwestorów indywidualnych, a zatem nadal obowiązywać będą różne rozwiązania krajowe.

Powyższa sytuacja doprowadziła do szeregu niepożądanych skutków. Koszty ponoszone przez zarządzających są wyższe, niż mogłyby być, gdyż inwestycje transgraniczne wymagają od nich rozwiązywania szeregu kwestii prawnych i dotyczących produktów w różnych państwach członkowskich. Fundusze są mniejsze, niż mogłyby być, dlatego wpływ kosztów na zysk lub dochód z inwestycji jest proporcjonalnie wyższy. Inwestorzy indywidualni nie mają dostępu do funduszy w innych państwach członkowskich, które znają i do których mają zaufanie. Koszty pozostają wysokie, a wybór funduszy jest ograniczony. W konsekwencji inni mniejsi inwestorzy oraz inwestorzy indywidualni nie mogą odnosić korzyści z dywersyfikacji, którą w innym przypadku zapewniłby im dostęp do inwestycji długoterminowych.

Ma to również wpływ na gospodarkę realną, gdyż ograniczone są alternatywne możliwości finansowania wzrostu długoterminowego i dlatego przedsiębiorstwa nadal

polegają przede wszystkim na finansowaniu przez banki, które przesunęły środek ciężkości w kierunku zaangażowania krótkoterminowego. Ogranicza to ilość kapitału inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych dostępnego dla przedsiębiorstw, hamując tym samym ich zdolność inwestowania w długim terminie oraz generowania wzrostu gospodarczego i zatrudnienia w gospodarce.

### **3. ANALIZA POMOCNICZOŚCI**

Zarządzający funduszami, cele inwestycyjne i inwestorzy są zlokalizowani w całej Unii. Ponieważ sektor zarządzania aktywami ma zasadniczo charakter transgraniczny, obecne rozdrobnienie rynku inwestycji długoterminowych doprowadziło do tego, że sektor działa poniżej potencjalnego poziomu wydajności. Natomiast krajowe podejścia regulacyjne służące rozwiązaniu tego problemu są z natury ograniczone do danego państwa członkowskiego. Regulacja profilu produktów długoterminowego funduszu inwestycyjnego na poziomie krajowym doprowadziła do sytuacji, w której wiele różnych systemów funduszy rozwinęło się niezależnie. Działania na poziomie krajowym hamują powstanie ogólnounijnego rynku wewnętrznego podmiotów oferujących swoim inwestorom długoterminowe fundusze inwestycyjne.

Wskazane jest stworzenie stabilnego mechanizmu transgranicznego sprzyjającego inwestycjom długoterminowym, co mogłoby stanowić element pobudzenia ożywienia gospodarczego. Duże doświadczenie z UCITS wskazuje, że unijne zasady i wymogi dotyczące produktów mogą okazać się wysoce skutecznym sposobem pobudzania inwestycji w odpowiednie aktywa.

Dlatego też potrzebne są działania na poziomie europejskim zmierzające do stworzenia jednolitego rynku długoterminowych funduszy inwestycyjnych.

### **4. CELE**

Cele ogólne są następujące: (1) zwiększenie środków służących finansowaniu długoterminowemu we wszystkich sektorach gospodarki oraz (2) zwiększenie spójności jednolitego rynku. Aby osiągnąć te cele, należy zrealizować trzy cele szczegółowe. Są nimi: (1) zwiększenie korzyści skali w przypadku zarządzających długoterminowymi funduszami inwestycyjnymi, (2) zwiększenie wyboru i ochrony dla inwestorów zainteresowanych takimi funduszami oraz (3) zwiększenie przepływów inwestycyjnych na rzecz aktywów o perspektywie długoterminowej.

Osiągnięcie tych celów wymaga z kolei realizacji dwóch celów operacyjnych, tj.: (1) usunięcia barier dla jednolitego rynku funduszy inwestujących w aktywa długoterminowe, co zwiększyłoby bazę inwestorów oraz (2) ograniczenia możliwości niewłaściwej sprzedaży instrumentów związanych z inwestycjami długoterminowymi.

### **5. WARIANTY STRATEGICZNE**

W celu realizacji powyższych dwóch celów operacyjnych w ocenie skutków określono siedem wariantów strategicznych związanych z przepisami dotyczącymi produktów i różnymi kategoriami inwestorów. Warianty te sięgają od niepodejmowania żadnych działań po stworzenie przepisów dotyczących produktów w odniesieniu do transgranicznych długoterminowych funduszy inwestycyjnych dostępnych dla

inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych. Każdy wariant ma znaczenie dla obu celów operacyjnych.

Wariant 1	Niepodejmowanie żadnych działań.
Wariant 2	Stworzenie „miękkiego” oznakowania, ale nie paszportu.
Wariant 3	Umożliwienie UCITS, które już posiadają paszport, zaangażowania w aktywa długoterminowe.
Wariant 4	Stworzenie nowej kategorii funduszu – LTIF – o odrębnym zestawie zasad dotyczących portfela odnoszących się do klas aktywów długoterminowych dopuszczalnych na potrzeby inwestycji. Ten nowy długoterminowy fundusz inwestycyjny byłby otwarty jedynie dla inwestorów instytucjonalnych.
Wariant 5	Taki sam, jak wariant 4, ale fundusz byłby również otwarty dla zamożnych klientów indywidualnych.
Wariant 6	LTIF byłby otwarty dla wszystkich inwestorów, w tym inwestorów indywidualnych. Wiązałoby się to z wymogami większej ochrony inwestorów. Ze względu na długoterminowy charakter aktywów nie byłoby żadnych praw do wcześniejszego umorzenia udziałów lub jednostek uczestnictwa.
Wariant 7	Taki sam, jak wariant 6, ale uwzględniający prawa do wcześniejszego umorzenia, po początkowym okresie zamrożenia kapitału trwającym, na przykład, trzy lata.

## 6. OCENA SKUTKÓW ZAPROPONOWANYCH WARIANTÓW

Wariant 1 polegający na niepodejmowaniu żadnych działań jest nie do przyjęcia, gdyż polega on na zaniechaniu działań służących rozwiązaniu rozpoznanych problemów.

Wariant 2 mógłby obejmować środki o charakterze nieustawodawczym sprzyjające ujednoczeniu funduszy ukierunkowanych na inwestycje długoterminowe lub określających się jako długoterminowe fundusze inwestycyjne. Najprawdopodobniej wymagałoby to stworzenia dobrowolnego oznakowania i kodu produktu. Choć dla zarządzających byłby to wariant prowadzący do niskich kosztów, może on zadziałać jedynie wówczas, jeżeli państwa członkowskie zdecydują się zmienić swoje przepisy krajowe, aby go wdrożyć; z tego powodu jest mało prawdopodobne, że wariant ten rozwiąże problem rozdrobnienia.

Wariant 3 umożliwiłby UCITS posiadanie ograniczonej ilości aktywów, które są nie płynne i niezbywalne. Dzięki temu inwestorzy indywidualni uzyskaliby dostęp do aktywów długoterminowych, a fundusze, które przynajmniej częściowo zainwestowały w aktywa długoterminowe, uzyskałyby paszport. Jednak oznaczałoby to złamanie podstawowej zasady UCITS, że inwestorzy mogą w każdej chwili umorzyć swoje jednostki uczestnictwa. Dzięki niej inwestorzy zaufali UCITS. Wszelka zmiana w tym zakresie stwarza ryzyko podważenia ich sukcesu i spowodowania dezorientacji w zakresie rodzajów aktywów, w które mogą inwestować UCITS, oraz związanych z nimi

elementów ryzyka. Kilka podmiotów zarządzających aktywami zasygnalizowało swój sprzeciw wobec takich zmian, gdyż oni również są zaniepokojeni, iż zmiany takie podważyłyby sukces UCITS.

W ramach wariantu 4 powstałby rozpoznawalny produkt w zakresie inwestycji długoterminowych, który mógłby być sprzedawany inwestorom instytucjonalnym w całej UE przy użyciu paszportu. Zasady byłyby sformułowane na wzór zasad dotyczących UCITS w odniesieniu do, na przykład, kwalifikowalności aktywów, ale odnosiłyby się do aktywów o charakterze niepłynnym i długoterminowym. Nie rozwiązywałoby to problemu, że mniejsi i indywidualni inwestorzy byłiby nadal wykluczeni z możliwości dokonywania takich inwestycji, a zatem nie mogliby stosownie zdywersyfikować swoich portfeli ani wносить środków do dostępnej puli kapitału.

Wariant 5 umożliwiałby dostęp do takich funduszy tak zwanym zamożnym klientom indywidualnym lub zamożnym klientom indywidualnym, których uznano za mogących zaakceptować wyższe poziomy ryzyka inwestycyjnego związanego z przedmiotowymi funduszami. Poza tym elementem wariant ten jest taki sam jak wariant 4. Choć skutkowałby on zwiększeniem dostępnej puli kapitału oraz możliwości dalszej dywersyfikacji dla większej liczby inwestorów, wariant ten wciąż wyklucza inwestorów indywidualnych z potencjalnych korzyści inwestowania w takie fundusze.

Wariant 6 umożliwiałby oferowanie funduszy określonych w wariantcie 4, w przypadku których nie dopuszcza się wcześniejszego umorzenia udziałów lub jednostek uczestnictwa, inwestorom indywidualnym w całej UE przy użyciu paszportu. Umożliwiłoby to najszerszy dostęp inwestorów do takich funduszy, maksymalizując tym samym potencjalną pulę kapitału dostępnego na takie inwestycje. Aby sprostać standardom ochrony inwestorów koniecznym w przypadku inwestorów indywidualnych, fundusze będą podlegały przepisom dotyczącym produktów mającym na celu zapewnienie dostatecznej dywersyfikacji, rozwiązanie kwestii konfliktu interesów, zwiększenie przejrzystości w zakresie kosztów oraz ograniczenie stosowania dźwigni finansowej. To nieuchronnie pociąga za sobą pewne dodatkowe koszty. Znacznie ulepszone i zharmonizowane przepisy dotyczące produktów mogą ograniczyć ryzyko związane z niewłaściwą sprzedażą. Pomoże to inwestorom instytucjonalnym i indywidualnym, budując zaufanie do aktywów długoterminowych. Nadanie funduszowi formy zamkniętej ma tę zaletę, że dopuszcza inwestycje we wszystkie rodzaje aktywów długoterminowych, jako że taka struktura lepiej pasuje do niepłynnego profilu tych aktywów. Takie rozwiązanie cechuje się przejrzystością w odniesieniu do długoterminowego zaangażowania, którego wymaga inwestowanie w takie aktywa.

Wariant 7 jest taki sam, jak wariant 6 z tym, że dopuszcza prawo do wcześniejszego umorzenia udziałów lub jednostek uczestnictwa. Możliwość umorzenia byłaby dostępna po ustalonym okresie, na przykład po trzech latach, po którym inwestorzy mieliby stały dostęp do swoich pieniędzy. Choć wariant ten ograniczyłby ryzyko zamrożenia kapitału inwestorów indywidualnych wbrew ich interesom, to jednak nie eliminuje tego ryzyka zupełnie, biorąc pod uwagę niepłynny charakter aktywów długoterminowych. Oznacza to również, że fundusze musiałyby utrzymywać zabezpieczenie przed utratą płynności, aby zagwarantować, że zawsze będą w stanie zrealizować wnioski o umorzenie udziałów lub jednostek uczestnictwa. Powodowałoby to zmniejszenie ilości niepłynnych aktywów długoterminowych utrzymywanych w funduszach, tym samym ograniczając korzyści wynikające z dywersyfikacji portfela, które fundusze te oferują inwestorom, oraz zmniejszając kwotę kapitału dostępnego na inwestycje w aktywa długoterminowe.

## **Wybrany wariant**

Na podstawie analizy wariantów od 1 do 7 wariant 6 oferuje największą skuteczność i efektywność w zakresie stworzenia wspólnej definicji i ograniczenia barier rozwoju jednolitego rynku długoterminowych funduszy inwestycyjnych. Poprzez uwzględnienie inwestorów indywidualnych uruchomi on niewykorzystane źródła kapitału i stworzy większą szansę na rozwiązanie problemu rozdrobnienia rynku wzdłuż granic krajowych. Ponadto, pozwalając zarządzającym na wprowadzenie do obrotu długoterminowych funduszy inwestycyjnych bez prawa do wcześniejszego umorzenia udziałów lub jednostek uczestnictwa, wybrany wariant umożliwi szybsze i potencjalnie szersze rozpowszechnienie tego rodzaju funduszy niż wariant 7 ze względu na jego elastyczność. Wybrany wariant odzwierciedla istniejące modele, które istnieją w państwach dopuszczających inwestycje inwestorów indywidualnych.

## **7. MONITOROWANIE I OCENA**

Ocena każdej inicjatywy ustawodawczej jest dla Komisji priorytetem. W przypadku niniejszego proponowanego rozporządzenia monitorowanie dotyczyłoby rozwoju rynku unijnych długoterminowych funduszy inwestycyjnych (lub jego braku). W przypadku gdyby nie nastąpił rozwój tego rynku po upływie uzasadnionego okresu, konieczna byłaby dalsza ocena celem ustalenia, czy zmiany wymagają same przepisy.