



EURÓPSKA
KOMISIA

V Bruseli 26. 6. 2013
SWD(2013) 231 final

PRACOVNÝ DOKUMENT ÚTVAROV KOMISIE

ZHRNUTIE POSÚDENIA VPLYVU

Sprievodný dokument

Návrh

NARIADENIE EURÓPSKEHO PARLAMENTU A RADY

o

európskych dlhodobých investičných fondoch

{COM(2013) 462 final}

{SWD(2013) 230 final}

1. ÚVOD

V dôsledku krízy sa zvýraznil problém týkajúci sa toho, že investori sa zameriavajú na krátkodobé hospodárske zisky na úkor základného účelu kapitálových trhov, ktorým je financovanie rastu v rámci reálnej ekonomiky.

Treba povzbudiť investorov, aby prijímali dlhodobejšie záväzky týkajúce sa aktív, ako sú projekty infraštruktúry, poskytovaním tzv. trepezlivého kapitálu namiesto toho, aby vyhľadávali krátkodobé zisky. Tento druh dlhodobejších investícií nebude schopný umožniť vyplácanie niekoľko rokov, ale môže poskytovať stabilnú a predvídateľnú návratnosť. To tiež prospieva reálnej ekonomike prostredníctvom finančných prostriedkov poskytovaných firmám a prostredníctvom vytvárania pracovných miest.

Investori s dlhodobejšími záväzkami, ako sú dôchodkové fondy, a poisťovatelia môžu považovať dlhodobejšie investície za príťažlivé. Neexistujú však žiadne okamžité dostupné mechanizmy združovania, ako sú fondy, ktoré by toto umožňovali spôsobom, v ktorom sa zohľadňuje rozmer, rozsah a trvanie záväzku k týmto dlhodobým investíciám, ktorý je potrebný. To súčasne funguje ako prekážka pre menších investorov, ako sú MSP a majetní jednotlivci, ako aj retailoví investori.

Toto posúdenie vplyvu sa zaoberá tým, či vytvorenie cezhraničného rámca produktov pre dlhodobé investície, tzv. dlhodobé investičné fondy (DIF), môže vyvolať dopyt inštitúcií a/alebo retailových investorov po takýchto aktívach. Táto práca dopĺňa zelenú knihu Komisie o dlhodobom financovaní európskeho hospodárstva.

2. VYMEDZENIE PROBLÉMU

Príčiny problému

Dlhodobé investície do projektov infraštruktúry, financovanie MSP a podobné investície sa môžu uskutočňovať prostredníctvom rôznych finančných nástrojov, napr. pomocou kapitálovej účasti a pôžičiek. Tieto nástroje majú často spoločné charakteristické vlastnosti, totiž bývajú neprevoditeľné a nelikvidné s malým alebo žiadnym sekundárnym trhom. Investície do takýchto aktív môžu vyžadovať veľmi veľké počiatkové kapitálové záväzky, čo vzhľadom na objem požadovaných finančných prostriedkov môže odradiť aj väčších inštitucionálnych investorov, aby takýto záväzok prevzali sami. Na rozdiel od trhu s likvidnými, prevoditeľnými aktívami, ako sú cenné papiere, pre takéto investície neexistuje žiadny štandardný rámec. Niektoré členské štáty poskytujú vnútroštátne mechanizmy v podobe uznaných investičných nástrojov, kým iné štáty ich neposkytujú. Táto roztrieštenosť bráni rozvoju jednotného trhu pre investorov, ktorí si želajú získať expozíciu voči dlhodobým aktívam, ktoré často ponúkajú predvídateľnú návratnosť, ale zo svojej podstaty sú nelikvidné.

Investovanie do dlhodobých aktív, či už prostredníctvom finančných nástrojov alebo reálnych aktív, v sebe zahŕňa významné riziká, ak sa tieto investície nespravujú riadnym spôsobom. Prvým rizikom je, že investori sú uvedení do omylu, pokiaľ ide o povahu a riziká aktív, do ktorých investujú, a to v dôsledku chýbajúceho harmonizovaného prístupu k týmto aktívam. Existuje neistota týkajúca sa identity dlhodobých aktív, ich rizikového profilu a profilu návratnosti a odporúčaných období držby. Druhé riziko

súvisí s charakteristikami aktív, najmä s tým, že sú zo svojej podstaty nelikvidné. Tretie riziko je spojené so skutočnosťou, že fondy ponúkajúce prístup k týmto aktívam nemusia mať príslušné odborné znalosti s výberom a sledovaním aktív a s prispôbením profilu návratnosti fondu potrebám potenciálnych klientov. Z týchto dôvodov dlhodobé investičné fondy nie vždy fungovali podľa plánu a investori boli občas uvedení do omylu, pokiaľ ide o návratnosť investícií, ktorá im bola prisľúbená.

Problémy

Výsledkom je, že neexistuje spoločná, porovnateľná cezhraničná norma týkajúca sa toho, čo sú dlhodobé aktíva alebo investície, pre koho môžu byť vhodné a ako fungujú. To je v rozpore s cezhraničným trhom likvidných aktív, ktorého pravidlá pre produkty sú štandardizované smernicou o podnikoch kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP). Trh s fondmi PKIPCP v EÚ spravuje aktíva v hodnote 6 350 miliárd EUR.

Tieto faktory viedli k roztrieštenosti trhu dlhodobých investičných nástrojov v celej EÚ. Odradilo to investorov od preskúvania tohto trhu, lebo na rozdiel od PKIPCP neexistuje spoločná, rozpoznateľná a regulovaná štruktúra produktov, ktorej by mohli veriť. Smernicou o správcoch alternatívnych investičných fondoch (ďalej len „smernica o správcoch AIF“) sa vytvorí európske povolenie pre správcov, ktorí chcú cez hranice ponúkať nakrátko fondy, ktoré nie sú fondmi PKIPCP. Smernica o správcoch AIF sa však vzťahuje na správcov, nie na fondy, ktoré správcovia ponúkajú, a tak nevytvára pravidlá pre produkty ani neposkytuje vymedzenia rozdielnych druhov tried aktív. Preto len ťažko môže byť riešením zisteného problému. Menší investori čelia ešte väčším prekážkam, lebo smernica o správcoch AIF nevytvára povolenie pre správcov, aby mohli ponúkať cezhraničné retailové investičné fondy, takže sa ďalej budú uplatňovať rozdielne vnútroštátne prístupy.

To viedlo k niekoľkým nežiaducim výsledkom. Náklady správcov ostávajú vyššie, než by mohli byť, lebo pri cezhraničných investíciách sa musia zaoberať množstvom právnych problémov a problémov s produktmi v rôznych členských štátoch. Fondy sú menšie, než by mohli byť, a tak je vplyv nákladov na návratnosť investícií alebo na výnosy úmerne vyšší. Retailoví investori nemajú prístup k fondom v iných členských štátoch, než sú tie, s ktorými sú oboznámení a ktorým dôverujú. Náklady ostávajú vysoké a výber fondov je obmedzený. V dôsledku toho ďalší menší a retailoví investori nemôžu využívať výhody diverzifikácie, ktoré by prístup k dlhodobým investíciám mohol predstavovať.

Reálnu ekonomiku ovplyvňuje aj obmedzovanie alternatívnych spôsobov financovania dlhodobého rastu, a preto sa spoločnosti naďalej spoliehajú primárne na bankové financovanie, pri ktorom sa presunulo jeho ťažisko na krátkodobé záväzky. Tým sa znižuje výška kapitálu inštitucionálnych a retailových investorov, ku ktorému majú spoločnosti prístup, takže sa brzdí ich schopnosť investovať dlhodobo a tvoriť rast a pracovné miesta pre hospodárstvo.

3. ANALÝZA SUBSIDIARITY

Správcovia fondov, investičné ciele a investori sú rozmiestnení po celej Únii. Keďže sektor správy aktív má v podstate cezhraničný charakter, súčasná roztrieštenosť trhu dlhodobých investícií viedla k tomu, že tento sektor nefunguje tak účinne, ako by mohol.

Vnútroštátne regulačné prístupy k riešeniu tohto problému sú však prirodzene obmedzené na príslušný členský štát. Regulácia produktového profilu dlhodobého investičného fondu na vnútroštátnej úrovni má za následok situáciu, v ktorej existuje množstvo rozdielnych režimov fondov, ktoré sa vyvíjajú nezávisle od seba. Vnútroštátne opatrenia sťažujú vznik vnútorného trhu v celej únii pre tých, ktorí svojim investorom ponúkajú dlhodobé investičné fondy.

Vytvorenie stabilného cezhraničného mechanizmu na podporu dlhodobých investícií je žiaduce a mohlo by byť súčasťou úsilia o oživenie hospodárstva. Z dlhodobých skúseností s PKIPCP vyplýva, že pravidlá a požiadavky pre produkty platné v celej EÚ sa môžu ukázať ako veľmi úspešný spôsob stimulácie investícií do príslušných aktív.

Preto sú potrebné opatrenia na európskej úrovni s cieľom vytvoriť jednotný trh pre dlhodobé investičné fondy.

4. CIELE

Všeobecné ciele sú: 1) zvýšiť prostriedky pre dlhodobé financovanie vo všetkých odvetviach hospodárstva a 2) zvýšiť súdržnosť jednotného trhu. Na ich dosiahnutie musia byť splnené tri konkrétne ciele, a to: 1) zvýšiť úspory z rozsahu v prípade správcov dlhodobých investičných fondov, 2) rozšíriť možnosti výberu pre investorov, ktorí majú záujem o tieto fondy, a zvýšiť úroveň ochrany týchto investorov a 3) zvýšiť investičné toky do aktív s dlhodobým horizontom.

Na dosiahnutie tohto sa zas musia realizovať dva operačné ciele: 1) odstrániť prekážky jednotnému trhu pre fondy zamerané na dlhodobé aktíva, ktoré by rozšírili investorskú základňu, a 2) zmenšiť príležitosti pre nesprávny predaj nástrojov dlhodobého investovania.

5. MOŽNOSTI POLITIKY

Na splnenie dvojice operačných cieľov sa v posúdení vplyvu stanovuje sedem možností politiky týkajúcich sa pravidiel pre produkty aj rozdielnych druhov investorov. Ide o možnosti od neprijatia žiadneho opatrenia po vytvorenie pravidiel pre produkty pre cezhraničné dlhodobé investičné fondy dostupné inštitucionálnym aj retailovým investorom. Každá možnosť sa vzťahuje na oba operačné ciele.

Možnosť 1	Žiadne opatrenie
Možnosť 2	Vytvoriť nezáväznú označenie namiesto povolenia
Možnosť 3	Dovoliť PKIPCP, ktoré už majú povolenie, určitú mieru expozície voči dlhodobým aktívam
Možnosť 4	Nový fond, dlhodobý investičný fond, by sa vytvoril s jasne odlišeným súborom pravidiel pre portfólio týkajúcich sa tried dlhodobých aktív, ktoré sú oprávnené na investície. Tento nový dlhodobý investičný fond by bol otvorený len pre inštitucionálnych investorov.

Možnosť 5	Rovnaká ako možnosť 4, ale fond by bol otvorený aj pre majetných jednotlivcov.
Možnosť 6	Dlhodobý investičný fond by sa otvoril všetkým investorom vrátane retailových investorov. To by znamenalo prísnejšie požiadavky na ochranu investorov. Na to, aby to zodpovedalo dlhodobej povahe aktív, neexistovali by žiadne práva na vyplácanie.
Možnosť 7	Rovnaká ako možnosť 6, no vrátane práv na vyplácanie po počiatočnom zablokovaní, napríklad na tri roky.

6. POSÚDENIE VPLYVOV VYBRANÝCH MOŽNOSTÍ

Možnosť 1, v rámci ktorej sa neprijme žiadne opatrenie, je neprijateľná, lebo sa ňou neriešia zistené problémy.

Možnosť 2 by zahŕňala nelegislatívne opatrenia na podporu zblížovania fondov zameraných na dlhodobé investície alebo na ich uvádzanie na trh ako dlhodobé investičné fondy. To by si zrejme vyžiadalo vytvorenie dobrovoľného produktového označenia a kódexu produktov. Hoci by šlo o možnosť s nízkymi nákladmi pre správcov, hnacou silou by sa mohla stať len vtedy, ak by sa členské štáty rozhodli zmeniť svoje vnútroštátne pravidlá na podporu tejto možnosti, takže je nepravdepodobné, že by sa ňou mohol riešiť problém roztrieštenosti.

Možnosť 3 by umožnila, aby mal podnik PKIPCP v držbe obmedzené množstvo aktív, ktoré nie sú ani likvidné, ani prevoditeľné. Tým by retailoví investori získali prístup k dlhodobým aktívam a fondy, ktoré aspoň čiastočne investovali do dlhodobých aktív, by získali povolenie. Porušila by sa tým však hlavná zásada PKIPCP, že investori si môžu nechať kedykoľvek vyplatiť svoje investície. Táto zásada vytvára v investoroch dôveru v PKIPCP. Akákoľvek zmena tejto zásady predstavuje riziko, že sa zničí úspech PKIPCP a vznikne zmätok týkajúci sa toho, do akých druhov aktív PKIPCP môžu investovať, a rizík, ktoré sú spojené s danými druhmi aktív. Niekoľko správcov aktív tiež naznačilo svoje námietky proti takejto zmene, lebo aj oni sú znepokojení tým, že by sa ňou mohol narušiť úspech PKIPCP.

V rámci možnosti 4 by sa vytvoril rozpoznateľný dlhodobý investičný produkt, ktorý sa bude môcť predávať inštitucionálnym investorom v celej EÚ prostredníctvom povolenia. Pravidlá by sa vypracovali podľa vzoru pravidiel platných v rámci PKIPCP napríklad v súvislosti s oprávnenosťou aktív, ale vzťahovali by sa na aktíva, ktoré sú vo svojej podstate nelikvidné a dlhodobé. Tým by sa neriešil problém spočívajúci v tom, že menší a retailoví investori budú aj naďalej vylúčení z uskutočňovania takýchto investícií, takže nebudú môcť primerane diverzifikovať svoje portfóliá alebo prispievať k dostupnému objemu združeného kapitálu.

Možnosť 5 umožní prístup k takýmto fondom osobám, ktoré sa zvyknú označovať ako majetní jednotlivci a ktoré sú schopné prijímať vyššie úrovne investičného rizika. Inak je táto možnosť rovnaká ako možnosť 4. Hoci by mala vplyv na rozšírenie dostupného objemu združeného kapitálu a na zvýšenie dostupnosti ďalšej diverzifikácie väčšiemu

počtu investorov, retailoví investori by boli stále vylúčení z možných výhod vyplývajúcich z investícií do takýchto fondov.

Možnosťou 6 by sa umožnil vznik fondov, ako sú vymedzené v možnosti 4, v rámci ktorých nie je možné uvádzať na trh vyplácanie pre retailových investorov v celej EÚ prostredníctvom povolenia. To by širokému spektru investorov umožnilo prístup k takýmto fondom, čím sa maximalizuje potenciálny objem združeného kapitálu, ktorý je k dispozícii pre tieto investície. Fond sa bude v súvislosti s normami ochrany investorov, ktoré sú potrebné pre retailových investorov, riadiť pravidlami pre produkty navrhnutými s cieľom zabezpečiť dostatočnú diverzifikáciu, riešiť konflikt záujmov, zvýšiť transparentnosť nákladov a obmedziť používanie pákového efektu. To nevyhnutne znamená určité ďalšie náklady. Výrazne lepšie a harmonizované pravidlá pre produkty môžu zmierniť riziká nečestného predaja. Pomôže to inštitucionálnym, ale aj retailovým investorom vybudovať si dôveru k dlhodobým aktívam. Vytvorenie fondu, ktorý by bol uzavretý, má tú výhodu, že umožňuje investície do všetkých druhov dlhodobých aktív, lebo uzavretá štruktúra lepšie vyhovuje nelikvidnému profilu týchto aktív. Takéto riešenie má výhodu v tom, že dlhodobé záväzky, ktoré si investovanie do takýchto aktív vyžaduje, sú transparentné.

Možnosť 7 je rovnaká ako možnosť 6 okrem toho, že umožňuje práva na vyplácanie. Práva na vyplácanie by bolo možné uplatniť po stanovenom období, napríklad po troch rokoch, po ktorom by investori mali bežný prístup k svojim peniazom. Hoci by sa tým znížilo nebezpečenstvo, že by retailoví investori uviazli v situácii, ktorá by bola proti ich záujmom, vzhľadom na nelikvidný charakter dlhodobých aktív sa toto nebezpečenstvo neodstráni úplne. Znamenalo by to tiež, že fondy by museli udržiavať vankúš likvidity s cieľom zabezpečiť, aby mohli vždy splniť žiadosti o vyplatenie. Zníži sa tým podiel nelikvidných dlhodobých aktív držaných fondmi, takže sa tak znížia výhody diverzifikácie portfólia, ktoré fondy ponúkajú investorom, a množstvo peňažných prostriedkov, ktoré sú k dispozícii na investície do dlhodobých aktív.

Uprednostňovaná možnosť

Na základe uvedených skutočností sa pri pohľade na možnosti 1 – 7 zdá, že možnosť 6 ponúka najväčšiu účinnosť a efektívnosť pri vytváraní spoločného vymedzenia a znižovania prekážok prosperujúcemu jednotnému trhu pre dlhodobé investičné fondy. Zapojením retailových investorov sa otvoria nevyužitú kapitálové zdroje a bude väčšia nádej, že sa bude riešiť roztrieštenosť medzi vnútroštátnymi tržmi. Popri tom sa povolením, aby správcovia uvádzali na trh dlhodobé investičné fondy bez práva na vyplácanie, umožňuje, že sa táto možnosť vďaka svojej flexibilita ujme rýchlejšie a potenciálne lepšie než možnosť 7. Táto možnosť odráža súčasné modely, ktoré existujú v krajinách umožňujúcich investície retailových investorov.

7. MONITOROVANIE A HODNOTENIE

Hodnotenie každej legislatívnej iniciatívy je pre Komisiu prioritou. V prípade navrhovaného nariadenia by sa monitorovanie vzťahovalo na rast alebo iný vývoj na trhu s dlhodobými investičnými fondmi z celej EÚ. Ak by nebolo možné takýto trh vytvoriť ani po primeranom časovom období, potom by bolo potrebné uskutočniť ďalšie hodnotenie s cieľom posúdiť, či netreba zmeniť samotné právne predpisy.