



EVROPSKA
KOMISIJA

Bruselj, 26.6.2013
SWD(2013) 231 final

DELOVNI DOKUMENT SLUŽB KOMISIJE

POVZETEK OCENE UČINKA

Spremni dokument

Predlog

UREDBA EVROPSKEGA PARLAMENTA IN SVETA

o

evropskih dolgoročnih investicijskih skladih

{COM(2013) 462 final}

{SWD(2013) 230 final}

1. UVOD

Kriza je izpostavila problem vlagateljev, osredotočenih na kratkoročne ekonomske koristi, kar negativno vpliva na osnovni namen kapitalskih trgov, tj. financiranje rasti v realnem gospodarstvu.

Vlagatelje je treba spodbuditi k prevzemanju dolgoročnejših obveznosti za sredstva, kot so infrastrukturni projekti, in sicer z zagotavljanjem „potrpežljivega kapitala“ in ne le iskanja kratkoročnega dobička. Takšne dolgoročne naložbe morda ne bi mogli unovčiti več let, a zagotavljajo stabilne in predvidljive donose. To koristi tudi realnemu gospodarstvu z zagotavljanjem finančnih sredstev za podjetja in ustvarjanjem delovnih mest.

Za vlagatelje z dolgoročnimi obveznostmi, kot so pokojninski skladi in zavarovalnice, so lahko dolgoročnejše naložbe privlačnejše. Vendar trenutno ni na voljo mehanizmov združevanja, kot so skladi, da bi se to olajšalo na način, ki upošteva velikost, obseg in trajanje obveznosti navedenih dolgoročnih naložb, kar je potrebno. To je tudi ovira za manjše vlagatelje, kot so MSP in premožni posamezniki ter tudi mali vlagatelji.

Ta ocena učinka preučuje, ali bi ustanovitev čezmejnega okvira produktov za dolgoročne naložbe, tako imenovanih dolgoročnih investicijskih skladov, lahko okrepila povpraševanje institucionalnih in/ali malih vlagateljev po takih sredstvih. To delo spremlja zeleno knjigo Komisije o dolgoročnem financiranju evropskega gospodarstva.

2. OPREDELITEV TEŽAVE

Vzroki težav

Dolgoročne naložbe v infrastrukturne projekte, financiranje MSP in podobno so mogoči prek različnih finančnih instrumentov, na primer kapitalske udeležbe in posojil. Ti instrumenti imajo pogosto skupne značilnosti, tj. da so neprenosljivi in nelikvidni z malim sekundarnim trgom ali brez njega. Naložbe v taka sredstva lahko zahtevajo zelo velike kapitalske obveznosti na začetku obdobja, kar lahko zaradi količine potrebnega denarja celo velike institucionalne vlagatelje odvrne od samostojnega sprejema posla. Za razliko od trga likvidnih in prenosljivih sredstev, kot so vrednostni papirji, za takšne naložbe ni standardnega okvira. Nekatero državo članice zagotavljajo nacionalne mehanizme v obliki priznanih naložbenih instrumentov, druge ne. Ta razdrobljenost preprečuje razvoj enotnega trga za vlagatelje, ki želijo pridobiti izpostavljenost do dolgoročnih sredstev, ki imajo pogosto predvidljive donose, a so po naravi nelikvidna.

Naložbe v dolgoročna sredstva, bodisi prek finančnih instrumentov ali z realnimi sredstvi, pomenijo veliko tveganje, če se te naložbe neustrezno upravljajo. Prvo tveganje je, da so vlagatelji zavedeni glede narave in tveganja sredstev, v katere vlagajo, ker ni na voljo usklajen pristop do teh sredstev. Negotovosti obstajajo glede identitete dolgoročnih sredstev, njihovih tveganj in profilov donosov ter priporočenih obdobjih držanja. Drugo tveganje je povezano z značilnostmi sredstev, in sicer da so nelikvidna. Tretje tveganje je povezano z dejstvom, da skladi, ki zagotavljajo dostop do teh sredstev, morda nimajo ustreznega strokovnega znanja in izkušenj pri izbiranju in spremljanju sredstev ter prilagajanju profila donosa sklada potrebam morebitnih strank. Zaradi teh razlogov

dolgoročni investicijski skladi niso vedno delovali, kot bi morali, vlagatelji pa so bili včasih zavedeni glede donosa, ki jim je bil obljubljen.

Težave

Posledica navedenega je, da ni nobenega skupnega, primerljivega čezmejnega standarda o tem, čemu so dolgoročna sredstva ali naložbe namenjene, za koga so primerne in kako delujejo. To je v nasprotju s čezmejnimi trgov za likvidna sredstva, ki ima koristi od standardizacije pravil o produktih iz direktive o kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP). Trg KNPVP v EU ima v upravljanju 6 350 milijard EUR sredstev.

Ti dejavniki so privedli do razdrobljenosti trga za instrumente dolgoročnih naložb po vsej EU. To je odvrnilo vlagatelje od sodelovanja na tem trgu, saj za razliko od KNPVP ni skupne, prepoznavne in urejene strukture produktov, ki ji lahko zaupajo. Direktiva o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov (UAIS) bo kmalu ustvarila potni list EU za upravitelje, ki želijo prek meja ponuditi sklade, ki niso KNPVP. Vendar se direktiva o UAIS uporablja za upravitelje in ne sklade, ki jih ponujajo, ter tako ne ustvarja pravil ali opredelitev o produktih za različne vrste razredov finančnih instrumentov. Zato verjetno ne bo obravnavala zadevnega problema. Manjši vlagatelji se soočajo s še večjimi ovirami, saj direktiva o UAIS ne ustvarja potnega lista za upravitelje, da bi lahko ponudili čezmejne investicijske sklade za male vlagatelje, zato bodo različni nacionalni pristopi veljali še naprej.

To je privedlo do številnih neželenih posledic. Stroški upraviteljev ostajajo višji, kot bi bili sicer, saj se morajo pri čezmejnih naložbah ukvarjati z vrsto zakonskih in produktnih vprašanj v različnih državah članicah. Skladi so manjši, kot bi bili sicer, zato je vpliv stroškov na vse naložbene donose sorazmerno višji. Mali vlagatelji nimajo dostopa do skladov v drugih državah članicah, ki bi jih poznali in jim zaupali. Stroški ostajajo visoki, izbira skladov pa je omejena. Zato drugi manjši in mali vlagatelji ne morejo dostopati do koristi diverzifikacije, ki bi jih lahko prinesel dostop do dolgoročnih naložb.

Prizadeto je tudi realno gospodarstvo, saj so alternativni načini financiranja dolgoročne rasti omejeni, zato se podjetja še naprej zanašajo zlasti na bančno financiranje, ki se trenutno osredotoča le na kratkoročne obveznosti. To omejuje obseg kapitala, do katerega imajo podjetja dostop s strani tako institucionalnih kot malih vlagateljev in jih tako zavira pri dolgoročnem vlaganju ter spodbujanju rasti in zaposlovanja za gospodarstvo.

3. ANALIZA SUBSIDIARNOSTI

Upravitelji skladov, naložbeni cilji in vlagatelji so razpršeni po Uniji. Ker ima sektor upravljanja sredstev pretežno čezmejno naravo, je sedanja razdrobljenost trga dolgoročnih naložb povzročila, da sektor ne deluje najbolj učinkovito. Nacionalni regulativni pristopi k reševanju tega pa so že sami po sebi omejeni na zadevno državo članico. Regulacija profila produktov dolgoročnega investicijskega sklada na nacionalni ravni je pripeljala do položaja, kjer so se številne različne ureditve skladov razvile neodvisno. Nacionalni ukrepi so ovirali pojav notranjega trga Unije za tiste, ki svojim vlagateljem ponujajo dolgoročne investicijske sklade.

Oblikovanje stabilnega čezmejnega mehanizma za spodbujanje dolgoročnih naložb je zaželeno in bi bilo lahko del prizadevanj za oživitve gospodarstva. Dolgoletne izkušnje s KNPVP kažejo, da se pravila in zahteve EU glede produktov lahko izkažejo za zelo uspešen način spodbujanja naložb v ustrezna sredstva.

Zato je treba na evropski ravni sprejeti ukrepe za oblikovanje enotnega trga za dolgoročne investicijske sklade.

4. CILJI

Glavni cilji so: (1) povečanje sredstev za dolgoročno financiranje v vseh sektorjih gospodarstva in (2) povečanje skladnosti enotnega trga. Pri tem morajo biti izpolnjeni trije posebni cilji: (1) izboljšanje ekonomij obsega za upravitelje dolgoročnih investicijskih skladov, (2) povečanje izbire in zaščite vlagateljev, ki se zanje zanimajo, in (3) povečanje naložbenih tokov v sredstva z dolgoročno zapadlostjo.

Doseganje tega pa zahteva izpolnjevanje dveh operativnih ciljev: (1) odpravo ovir za enotni trg za sklade z dolgoročnimi sredstvi, kar bi razširilo krog vlagateljev, in (2) zmanjšanje možnosti za zavajajočo prodajo instrumentov dolgoročnih naložb.

5. MOŽNOSTI POLITIKE

Ocena učinka za izpolnitev obeh operativnih ciljev navaja sedem možnosti politike, ki se nanašajo tako na pravila o produktih kot tudi na različne vrste vlagateljev. Te segajo od neukrepanja do ustvarjanja pravil o produktih za čezmejne dolgoročne investicijske sklade, ki bodo na voljo tako institucionalnim kot malih vlagateljem. Vsaka možnost je relevantna za oba operativna cilja.

Možnost 1	Brez ukrepanja
Možnost 2	Razviti „mehko“ oznako, vendar ne potnega lista
Možnost 3	Odobritev KNPVP, ki že imajo potni list, manjšo izpostavljenost dolgoročnim sredstvom
Možnost 4	Ustanovljen bi bil nov sklad, tj. dolgoročni investicijski sklad, ki bi imel posebna portfeljska pravila, povezana z razredi dolgoročnih sredstev, primernih za naložbe. Ta novi dolgoročni investicijski sklad bi bil na voljo le institucionalnim vlagateljem.
Možnost 5	Enako kot možnosti 4, vendar bi bil sklad na voljo tudi premožnim posameznikom.
Možnost 6	Dolgoročni investicijski sklad bil na voljo vsem vlagateljem, vključno z malimi vlagatelji. Zato bi potrebovali strožje zahteve za njihovo zaščito. Za uskladitev z dolgoročno naravo sredstev pravice odkupa ne bi bile na voljo.
Možnost 7	Enako kot možnost 6, vendar vključno s pravicami odkupa, in sicer po začetni blokadi sredstev na primer za tri leta.

6. OCENA UČINKOV IZBRANE MOŽNOSTI

Možnost 1, ki predvideva neukrepanje, ni sprejemljiva, saj ne prispeva k reševanju zadevnih vprašanj.

Možnost 2 bi vključevala nezakonodajne ukrepe za spodbujanje konvergence skladov, namenjenih za dolgoročne naložbe, ali njihovega samega trženja kot dolgoročni investicijski skladi. To bi najverjetneje zahtevalo uvedbo prostovoljne oznake in kode produkta. Medtem ko bi ta možnost predstavljala nizke stroške za upravljavce, bi bila lahko uspešna le, če se države članice odločijo v ta namen spremeniti svoja nacionalna pravila, ki jo podpirajo, zato ni verjetno, da bi rešila težavo razdrobljenosti.

Možnost 3 bi omogočila omejen obseg sredstev, ki so tako likvidna kot tudi neprenosljiva in bi jih držali KNPVP. S tem bi malim vlagateljem omogočili dostop do dolgoročnih sredstev, skladom, ki vsaj deloma vlagajo v dolgoročna sredstva, pa potni list. To pa bi kršilo temeljno načelo KNPVP, da lahko vlagatelji svoje naložbe odkupijo kadar koli. Zaradi tega načela vlagatelji zaupajo v KNPVP. Kakršna koli sprememba bi lahko ogrozila njihov uspeh in povzročila negotovost glede vrst sredstev, ki jih KNPVP lahko vlaga, in tveganj, ki izhajajo iz tega. Številni upravitelji premoženja so tudi nakazali svoje nestrinjanje s takšno spremembo, saj so prav tako zaskrbljeni, da bi to lahko ogrozilo uspeh KNPVP.

Možnost 4 bi ustvarila prepoznaven produkt dolgoročnih naložb, ki bi se lahko prek potnega lista prodajal institucionalnim vlagateljem po vsej EU. Pravila bi bila oblikovana na podlagi pravil za KNPVP, na primer glede primernosti sredstev, vendar bi se uporabljala za sredstva, ki so nelikvidna in dolgoročne narave. To ne bi rešilo težave, da bodo manjši in mali vlagatelji še naprej izključeni iz takšnih naložb, tako ne bodo mogli ustrezno diverzificirati svojih portfeljev ali prispevati k razpoložljivemu obsegu kapitala.

Možnost 5 bi tako imenovanim premožnih posameznikom, ki se navadno štejejo kot sposobni sprejeti višje naložbeno tveganje, omogočila dostop do takšnih skladov. Drugače je enaka kot možnost 4. Čeprav bi lahko vplivala na širitev razpoložljivega obsega kapitala in razširila razpoložljivost nadaljnje diverzifikacije na več vlagateljev, še vedno iz morebitnih koristi naložb v takšne sklade izključuje male vlagatelje.

Možnost 6 bi omogočila, da se skladi iz možnosti 4, ki ne dovoljujejo odkupov, tržijo malim vlagateljem po vsej EU prek potnega lista. To bi omogočilo najširši obseg dostopa vlagateljev do takšnih skladov in hkrati zagotovilo največji morebitni obseg kapitala, razpoložljivega za takšne naložbe. Za obravnavo standardov za zaščito vlagateljev, potrebnih za male vlagatelje, bodo za sklad veljala pravila za produkte, ki bodo zasnovana tako, da bodo zagotavljala zadostno diverzifikacijo, obravnavala navzkrižja interesov, povečala preglednost na področju stroškov in omejila uporabo finančnega vzvoda. To neizogibno vključuje nekatere dodatne stroške. Znatno izboljšana in usklajena pravila o produktih bi lahko omilila tveganje zavajajoče prodaje. To bo institucionalnim in malim vlagateljem pomagalo vzpostaviti zaupanje v dolgoročna sredstva. Zaprta oblika sklada bi imela prednost pri odobritvi naložb v vse vrste dolgoročnih sredstev, saj struktura bolj ustreza profilu nelikvidnosti teh sredstev. Takšna rešitev mora biti pregledna, saj gre za dolgoročno obveznost, ki jo vlaganje v takšna sredstva zahteva.

Možnost 7 je enaka kot možnost 6, razen da omogoča pravice odkupa. Te bi bile na voljo po določenem obdobju, na primer po treh letih, potem pa bi vlagatelji redno imeli dostop do svojega denarja. Čeprav bi to zmanjšalo nevarnost, da bi bili mali vlagatelji blokirani

v nasprotju z njihovimi interesi, je zaradi nelikvidne narave dolgoročnih sredstev ne odpravljaja v celoti. To bi tudi pomenilo, da bi skladi morali vzdrževati likvidnostno rezervo za zagotovitev, da bi bili vedno sposobni izpolniti zahteve za odkup. To bi zmanjšalo delež nelikvidnih dolgoročnih sredstev v skladih in tudi zmanjšalo koristi diverzifikacije portfelja, ki jih ponujajo vlagateljem, hkrati pa bi se zmanjšala vsota denarja, razpoložljiva za naložbe v dolgoročna sredstva.

Izbrana možnost

Na tej podlagi in ob obravnavi možnosti 1 do 7 se zdi, da možnost 6 nudi največjo učinkovitost in uspešnost pri ustvarjanju skupne opredelitve in zmanjšanju ovir za uspešen enotni trg dolgoročnih investicijskih skladov. Z vključitvijo malih vlagateljev bo ta možnost izpostavila neizkoriščena kapitalna sredstva in imela več možnosti za odpravljanje razdrobljenosti na nacionalnih trgih. Poleg tega bo z dovoljenjem upraviteljem, da tržijo dolgoročne investicijske sklade brez pravic odkupa, omogočila hitrejšo in morebitno temeljitejšo izvedbo kot možnost 7, in sicer zaradi svoje prožnosti. Ta možnost ustreza obstoječim modelom iz držav, ki dovoljujejo naložbe malih vlagateljev.

7. NADZOR IN OCENA

Vrednotenje vseh zakonodajnih pobud je prednostna naloga Komisije. V primeru tega predloga uredbe bi se spremljanje nanašalo na rast ali drugače na trg dolgoročnih investicijskih skladov v celotni EU. Če se takšen trg v razumnem obdobju ne razvije, potem bo potrebno dodatno vrednotenje za oceno, ali bi bilo treba spremeniti sama pravila.