



EUROPEISKA
KOMMISSIONEN

Bryssel den 26.6.2013
SWD(2013) 231 final

ARBETSDOKUMENT FRÅN KOMMISSIONENS AVDELNINGAR

SAMMANFATTNING AV KONSEKVENSBEDÖMNING

Följedokument till

Förslag till EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS FÖRORDNING

om europeiska långsiktiga investeringsfonder

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

1. INLEDNING

Krisen har belyst problemet med att investerarna främst är inriktade på kortsiktiga ekonomiska vinster, på bekostnad av kapitalmarknadernas bakomliggande syfte, nämligen att finansiera tillväxt i realekonomin.

Investerarna måste uppmuntras att göra mer långsiktiga åtaganden i tillgångar som exempelvis infrastrukturprojekt, genom att tillhandahålla ”tålmodigt kapital”, snarare än att jaga kortsiktiga vinster. Denna typ av långsiktiga investeringar kanske inte kommer att kunna inlösas förrän efter ett antal år, men kan ge stabil och förutsägbar avkastning. De skulle även gynna realekonomin genom att tillhandahålla finansiering till företag och skapa sysselsättning.

Mer långsiktiga investeringar kan vara attraktiva för investerare med mer långfristiga skulder som exempelvis pensionsfonder och försäkringsgivare. Det finns dock inte några lättillgängliga poolningsmekanismer, som t.ex. fonder, som kan underlätta detta på ett sätt som tar hänsyn till den nödvändiga storleken, omfattningen och löptiden för åtagandet med sådana långsiktiga investeringar. Detta utgör också ett hinder för mindre investerare som små och medelstora företag och för privatpersoner med stor nettoförmögenhet samt för icke-professionella investerare.

I denna konsekvensbedömning diskuteras om inrättandet av en gränsöverskridande produktram för långsiktiga investeringar, så kallade långsiktiga investeringsfonder, kan stimulera den institutionella efterfrågan eller efterfrågan från icke-professionella investerare på sådana tillgångar. Konsekvensbedömningen kompletterar kommissionens grönbok om långsiktig finansiering av den europeiska ekonomin.

2. PROBLEMFÖRMULERING

Problemkällor

Långsiktiga investeringar i infrastrukturprojekt, finansiering av små och medelstora företag och liknande kan göras genom en rad finansiella instrument, som exempelvis aktieinvestering och lån. Dessa instrument har ofta den gemensamma egenskapen att de inte är överlåtbara och att de är illikvida, samt att de saknar eller har en mycket begränsad andrahandsmarknad. Investeringar i sådana tillgångar kan kräva mycket stora förskottsåtaganden i form av kapital, som kan avskräcka också större institutionella investerare från att agera ensamma med tanke på de belopp som krävs. Till skillnad från marknaden för likvida och överlåtbara tillgångar som exempelvis värdepapper, finns det inte några standarddramor för sådana investeringar. Vissa medlemsstater har antagit nationella mekanismer i form av godkända investeringsverktyg, och andra inte. Denna fragmentering hindrar utvecklingen av en inre marknad för investerare som vill få tillgång till långsiktiga tillgångar, vars avkastning ofta är förutsägbar, men som till sin utformning är illikvida.

Investeringar i långsiktiga tillgångar, antingen via finansiella instrument eller i reala tillgångar, medför avsevärda risker om de inte förvaltas korrekt. Den första risken är att investerarna vilseleds om karaktären hos och riskerna med de tillgångar som de investerar i på grund av avsaknaden av enhetliga regler för dessa tillgångar. Det finns

oklarheter när det gäller vad som utgör långsiktiga tillgångar, vilka riskerna är, tillgångarnas avkastningsprofil samt de rekommenderade innehavsperioderna. Den andra risken rör tillgångarnas egenskaper, nämligen att de är illikvida. Den tredje risken rör det faktum att de fonder som ger tillgång till dessa tillgångar kanske inte besitter de nödvändiga expertkunskaperna när det gäller att välja ut och övervaka tillgångar och att skraddarsy en fonds avkastningsprofil utifrån de potentiella kundernas behov. Av dessa skäl har långsiktiga investeringsfonder inte alltid gett det planerade resultatet och investerarna har ibland vilseletts när det gäller den utlovade avkastningen.

Problemen

Följaktligen finns det inte någon gemensam och jämförbar gränsöverskridande standard för vad som utgör långsiktiga tillgångar eller investeringar, vem de är lämpliga för och hur de fungerar. Detta är oförenligt med den gränsöverskridande marknaden för likvida tillgångar, som omfattas av de standardiserade produktregler som anges i direktivet om företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag). På EU:s fondmarknad för fondföretag förvaltas tillgångar till ett värde på 6 530 miljarder euro.

Dessa faktorer har lett till en fragmentering av marknaden för långsiktiga investeringsverktyg inom EU, vilket i sin tur har avskräckt investerarna från att utforska denna marknad, eftersom den till skillnad från fondföretag inte har någon gemensam, igenkänningsbar och reglerad produktstruktur som de kan förlita sig till. Genom direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder (AIF-förvaltare) kommer ett EU-pass inom kort att införas för förvaltare som tillhandahåller fonder till andra företag än fondföretag över gränserna. Direktivet om AIF-förvaltare avser dock förvaltarna och inte de fonder som de tillhandahåller, och innehåller därför inga produktregler eller definitioner för olika typer av tillgångsklasser. Direktivet kommer därför troligen inte att lösa detta problem. Mindre investerare möter ännu större hinder, eftersom direktivet om AIF-förvaltare inte inför ett pass för förvaltare som tillhandahåller gränsöverskridande investeringsfonder för icke-professionella investerare, vilket innebär att de olika nationella reglerna kommer att bestå.

Detta har fått en rad oönskade effekter. Kostnaderna för förvaltarna är högre än de annars skulle ha varit, eftersom gränsöverskridande investeringar innebär att de måste hantera en rad rättsliga och produktrelaterade problem i de olika medlemsstaterna. Fonderna är mindre än de annars skulle vara och därför är inverkan av kostnaderna på vinsten eller avkastningen av investeringen proportionellt större. Icke-professionella investerare får inte investera i fonder i andra medlemsstater som de har kännedom om och förtroende för. Kostnaderna är fortsatt höga och urvalet av fonder begränsat. Följaktligen kan andra mindre investerare och icke-professionella investerare inte dra nytta av de många fördelarna som tillgången till långsiktiga investeringar annars skulle medföra.

Den reala ekonomin påverkas också, eftersom de alternativa sätten att finansiera långsiktig tillväxt är begränsade, vilket gör att företagen fortsätter att främst förlita sig till bankfinansiering, som i allt högre grad utgår från kortsiktiga åtaganden. Därigenom begränsas det kapital som företagen har tillgång till från såväl institutionella investerare som icke-professionella investerare, och deras möjligheter att investera på lång sikt och skapa tillväxt och sysselsättning för ekonomin minskar.

3. SUBSIDIARITETSANALYS

Fondförvaltarna, investeringsmålen och investerarna finns inom unionen. Eftersom kapitalförvaltningssektorn i grunden är gränsöverskridande, har den nuvarande fragmenteringen av marknaden för långsiktiga investeringar lett till att sektorns verksamhet bedrivs under effektivitetsnivån. De nationella regelverken för att hantera denna situation är dock till sin natur begränsade till den berörda medlemsstaten. Att produktprofilen för en långsiktig investeringsfond regleras på nationell nivå har skapat en situation där många olika fondsystem har utvecklats oberoende av varandra. Nationella åtgärder har hindrat uppkomsten av en EU-omfattande inre marknad för de som tillhandahåller långsiktiga investeringsfonder till sina investerare.

En stabil gränsöverskridande mekanism bör inrättas i syfte att främja långsiktiga investeringar, vilket skulle kunna ingå i insatserna för ekonomisk återhämtning. Den långa erfarenheten av fondföretag visar att EU-omfattande produktregler och produktkrav kan vara ett mycket framgångsrikt sätt att stimulera investeringar i de berörda tillgångarna.

Därför krävs åtgärder på EU-nivå för att skapa en inre marknad för långsiktiga investeringsfonder.

4. MÅL

De övergripande målen är följande: (1) Att förbättra möjligheterna till långsiktig finansiering inom alla sektorer av ekonomin och (2) öka enhetligheten hos den inre marknaden. I det syftet måste följande tre specifika mål vara uppfyllda: (1) Förbättra skalekonomierna för förvaltarna av långsiktiga investeringsfonder, (2) öka urvalet och skyddet för potentiella investerare i dessa fonder och (3) öka investeringarna i långsiktiga tillgångar.

Om detta ska åstadkommas måste i sin tur två operativa mål uppfyllas: (1) Hindren för en inre marknad för fonder med inriktning på långsiktiga tillgångar måste avskaffas, vilket skulle utöka investerarbasen och (2) möjligheterna att tillämpa vilseledande försäljningsmetoder för långsiktiga investeringsverktyg måste minskas.

5. ALTERNATIV

I syfte att uppfylla de två operativa målen fastställs i konsekvensbedömningen sju alternativ för såväl produktregler som för olika typer av investerare. Dessa alternativ omfattar allt från att inte vidta några åtgärder till att anta produktregler för gränsöverskridande långsiktiga investeringsfonder för såväl institutionella investerare som icke-professionella investerare. Varje alternativ är valbart för båda de operativa målen.

Alternativ 1	Inga åtgärder.
Alternativ 2	Införa en ”mjuk” märkning men inte något pass.

Alternativ 3	Ge fondföretag som redan har ett pass viss tillgång till långsiktiga tillgångar.
Alternativ 4	Införa en ny långsiktig investeringsfond, LTIF, med en tydlig uppsättning med portföljregler för de klasser av långsiktiga tillgångar som investeringar kan göras i. Denna nya långsiktiga investeringsfond ska endast vara tillgänglig för institutionella investerare
Alternativ 5	Samma som alternativ 4, men fonden skulle även vara tillgänglig för privatpersoner med stor nettoförmögenhet.
Alternativ 6	Den långsiktiga investeringsfonden ska vara tillgänglig för alla investerare, inklusive icke-professionella investerare, vilket förutsätter strängare krav på skydd för investerare. För att matcha tillgångarnas långsiktiga karaktär kommer investerarna inte att ha någon rätt till inlösen.
Alternativ 7	Samma som alternativ 6, men med rätt till inlösen efter en inledande inlåsningsperiod på exempelvis tre år.

6. KONSEKVENSBEDÖMNING AV ALTERNATIVEN

Alternativ 1 att inte vidta några åtgärder är inte godtagbart eftersom det inte löser de konstaterade problemen.

Alternativ 2 skulle förutsätta icke-lagstiftningsmässiga åtgärder för att främja konvergens för fonder som är inriktade på långsiktiga investeringar eller som marknadsförs som långsiktiga investeringsfonder. Detta skulle sannolikt förutsätta att en frivillig produktmärkning och produktkod införs. Samtidigt som det vore ett alternativ med en låg kostnad för förvaltarna, skulle det endast vara ett attraktivt alternativ om medlemsstaterna skulle välja att ändra sina nationella regler för att stödja det, så det skulle sannolikt inte lösa problemet med fragmentering.

Alternativ 3 skulle göra det möjligt för ett fondföretag att inneha en begränsad mängd såväl illikvida som ej överlåtbara tillgångar. Det skulle ge icke-professionella investerare möjlighet att investera i långsiktiga tillgångar och ge fonder som åtminstone delvis har investerat i långsiktiga tillgångar ett pass. Det skulle dock strida mot den grundläggande principen för fondföretag att investerarna kan begära inlösen av sina investeringar när som helst, vilket har gett investerarna förtroende för fondföretag. Alla förändringar av principerna för fondföretag skulle riskera att undergräva deras framgångar och skapa förvirring när det gäller de typer av tillgångar som fondföretag kan investera i och de risker som de är förknippade med. Ett antal kapitalförvaltare har också invänt mot sådana förändringar, eftersom också de oroar sig över att det skulle kunna göra fondföretag mindre attraktiva.

Alternativ 4 skulle skapa en igenkänningsbar långsiktig investeringsprodukt som kan säljas till institutionella investerare inom EU med ett pass. Reglerna skulle utarbetas utifrån reglerna för fondföretag när det till exempel gäller urvalet av tillgångar, men skulle avse illikvida och långsiktiga tillgångar. Detta skulle inte lösa problemet med att mindre investerare och icke-professionella investerare inte heller fortsättningsvis skulle

kunna göra sådana investeringar, vilket gör att de inte skulle kunna diversifiera sina portföljer eller bidra till det tillgängliga kapitalet.

Alternativ 5 skulle göra det möjligt för vad som ofta kallas privatpersoner med stor nettoförmögenhet, vilka anses kunna godta högre investeringsrisknivåer, att investera i sådana fonder. Detta alternativ är i övrigt detsamma som alternativ 4. Samtidigt som det skulle ha effekten att utöka det tillgängliga kapitalet och öka möjligheten för fler investerare att få tillgång till dessa fonder, utesluts fortfarande icke-professionella investerare från de potentiella fördelarna med att investera i sådana fonder.

Alternativ 6 skulle göra det möjligt att marknadsföra fonder som anges under alternativ 4, och som inte möjliggör inlösen, till icke-professionella investerare inom EU med ett pass. Detta skulle göra fonderna tillgängliga för så många olika investerare som möjligt, vilket skulle maximera det potentiella tillgängliga kapitalet för sådana investeringar. För att hantera de skyddsstandarder för investerare som krävs för icke-professionella investerare kommer fonden att omfattas av produktregler som utarbetats i syfte att garantera tillräcklig diversifiering, hantera intressekonflikter, öka insynen i kostnaderna och begränsa användningen av skuldsättning, vilket oundvikligen medför vissa extrakostnader. Förbättrade och harmoniserade produktregler kan minska riskerna för vilseledande försäljningsmetoder, vilket kommer att bidra till att skapa förtroende för långsiktiga tillgångar hos såväl institutionella investerare som icke-professionella investerare. Att ge dessa fonder ett fast aktiekapital har fördelen att det möjliggör investeringar i alla typer av långsiktiga tillgångar, eftersom strukturen är bättre anpassad till dessa tillgångars illikvida karaktär. Fördelen med en sådan lösning är att den är tydlig när det gäller det långsiktiga åtagande som investeringar i sådana tillgångar kräver.

Alternativ 7 är detsamma som alternativ 6, men med rätt till inlösen. Rätten till inlösen skulle kunna tillämpas efter en viss period, exempelvis tre år, efter vilken investerarna skulle ha tillgång till sina pengar regelbundet. Detta skulle minska faran för att icke-professionella investerare låses in i strid mot deras intressen, samtidigt som det med tanke på att de långsiktiga tillgångarna är illikvida inte skulle avskaffa den helt och hållet. Det skulle också innebära att fonderna måste bevara en likviditetsbuffert för att alltid kunna tillmötesgå begäran om inlösen. Detta skulle minska andelen illikvida långsiktiga tillgångar i fonderna, och därför skulle en mindre portföljdiversifiering minska fördelarna för investerarna och den tillgängliga mängden kapital för investeringar i långsiktiga tillgångar.

Valt alternativ

Mot denna bakgrund tycks alternativ 6 av alternativen 1 till 7 vara mest effektivt och ändamålsenligt när det gäller att skapa en gemensam definition och minska hindren för en smidig inre marknad för långsiktiga investeringsfonder. Genom att införliva icke-professionella investerare kommer detta alternativ att ge tillgång till outnyttjade kapitalkällor och ge fler möjligheter att ta itu med fragmenteringen på de nationella marknaderna. Genom att tillåta förvaltarna att marknadsföra långsiktiga investeringsfonder utan inlösenrättigheter kommer detta alternativ tack vare sin flexibilitet också att möjliggöra en snabbare och potentiellt mer omfattande användning av dessa fonder än alternativ 7. Detta alternativ är snarlikt de befintliga modeller som används i de länder som tillåter investeringar av icke-professionella investerare.

7. ÖVERVAKNING OCH UTVÄRDERING

Kommissionen utvärderar alla lagstiftningsinitiativ. Övervakningen av detta förslag till förordning kommer att avse bland annat tillväxten på en marknad för europeiska långsiktiga investeringsfonder. Om en sådan marknad inte utvecklas efter en rimlig tidsperiod kommer ytterligare utvärdering att bli nödvändigt för att bedöma om regelverket måste ändras.