



EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Brüsszel, 2013.6.26.
SWD(2013) 231 final

BIZOTTSÁGI SZOLGÁLATI MUNKADOKUMENTUM

A HATÁSVIZSGÁLAT ÖSSZEFOGLALÁSA

amely a következő dokumentumot kíséri

Javaslat

AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS A TANÁCS RENDELETE

az európai hosszú távú befektetési alapokról

{COM(2013) 462 final}

{SWD(2013) 230 final}

1. BEVEZETÉS

A válság egyik következményeként előtérbe került annak problémája, hogy a rövid távú nyereségre összpontosító befektetői magatartás nem segíti elő a tőkepiacok alapvető funkciójának ellátását, nevezetesen a reálgazdaság növekedésének a finanszírozását.

A befektetőket arra kell ösztönözni, hogy a rövid távú nyereségre való törekvés helyett „türelmes tőke” biztosításával vállaljanak hosszabb távú elkötelezettséget például infrastruktúra-projektekben. E hosszabb távú befektetések esetleg évekig nem mozgósíthatók, ugyanakkor stabil és kiszámítható hozam elérését teszik lehetővé, illetve a vállalati finanszírozás és a munkahelyteremtés elősegítésével hozzájárulnak a reálgazdaság növekedéséhez.

A hosszabb távon kötelezettségeket vállaló befektetők, így a nyugdíjalapok vagy a biztosítók számára vonzóak lehetnek a hosszabb távú befektetési lehetőségek. Nem állnak azonban közvetlenül rendelkezésre a pénzügyi források összpontosítására szolgáló olyan mechanizmusok, például alapok, amelyek a hosszú távú befektetéseket az azok tekintetében vállalt, szükséges elkötelezettség méretének, mértékének és tartamának figyelembevételével segítenék elő. Ez egyúttal a kisebb befektetők (pl. kkv-k), a nagy vagyonnal rendelkező magánszemélyek és a lakossági befektetők e célra történő mozgósításának is gátat szab.

A jelen hatásvizsgálat azt vizsgálja, hogy ösztönözné-e az efféle eszközök iránti intézményi és/vagy lakossági keresletet egy, a hosszú távú befektetési termékek számára kialakított, határokon átnyúló keretrendszer. Ez a vizsgálat a Bizottság által közzétett, az európai gazdaság hosszú távú finanszírozásáról szóló zöld könyvben foglaltakat egészíti ki.

2. A PROBLÉMA MEGHATÁROZÁSA

A probléma okai

Az infrastruktúra-projektek, a kis- és középvállalkozások és a hasonló jellegű gazdasági tevékenységek finanszírozására számos pénzügyi eszköz (tőkebefektetés, hitelnyújtás stb.) áll rendelkezésre. Gyakran közös ezekben az eszközökben, hogy nem átruházhatók, illikvidek, és másodlagos piacuk nincs vagy elhanyagolható mértékű. Az ilyen eszközökbe történő befektetés jelentős kezdeti tőkeráfordítással járhat, ami – a szükséges pénzeszközök mennyiségére tekintettel – még a nagyobb intézményi befektetőket is távol tarthatja attól, hogy egyedül vállaljanak kötelezettséget. Ellentétben továbbá a likvid, átruházható eszközökkel (pl. az értékpapírokkal), e befektetésekre vonatkozóan nem alakult ki standard keretrendszer. Egyes tagállamokban elismert befektetési eszközök formájában működnek nemzeti mechanizmusok, másokban nem. Ez a szétaprózottság nem teszi lehetővé, hogy a hosszú távú eszközökbe történő, gyakran kiszámítható hozamot kínáló, ám természetük szerint illikvid befektetéseknél egységes piaca alakuljon ki.

A hosszú távú eszközökbe történő, nem megfelelően menedzselt befektetés – akár pénzügyi eszközökön keresztül jön létre, akár reáleszközökben ölt testet – jelentős kockázatokkal jár. Fennáll először is annak a kockázata, hogy a befektetésre vonatkozó

harmonizált megoldások hiányában a befektetőket megtévesztik a befektetés természetével és kockázataival kapcsolatban. A hosszú távú eszközök mibenlétét, kockázati és megtérülési profilját, valamint ajánlott tartási idejét bizonytalanságok övezi. További kockázatot jelent az eszközök illikvid jellege. Egy harmadik kockázati tényező, hogy az ilyen eszközökhöz hozzáférést kínáló alapok nem feltétlenül rendelkeznek az eszközök kiválasztásához és monitorálásához, illetve az alap megtérülési profiljának és a potenciális ügyfelek igényeinek összehangolásához szükséges szakértelemmel. Ezen okok következtében a hosszú távú befektetési alapok nem minden esetben váltották be a hozzájuk fűzött reményeket, és a befektetőket esetenként félrevezették a várható megtérüléssel kapcsolatban.

A problémák

Mindezek eredményeként jelenleg nincs közös, összehasonlítható, uniós dimenziójú standard arra vonatkozóan, mi minősül hosszú távú eszköznek vagy befektetésnek, mely befektetőknek ajánlott, és hogyan működik az ilyen befektetés. Nem így van ez a likvid eszközök határokon átnyúló piacával, amely élvezzi az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó irányelv által biztosított termékszabály-standardizációból fakadó előnyöket. Az uniós ÁÉKBV-alapok 6350 milliárd EUR eszközt kezelnek.

A felsorolt tényezők miatt a hosszú távú befektetési eszközök uniós piaca szétaprózott maradt. Ez nem ösztönözte a befektetőket e piac feltárására, mivel az ÁÉKBV-piactól eltérően ezen a területen nincs olyan közös, felismerhető és szabályozott termékstruktúra, amelyben megbízhatnának a befektetők. Az alternatív befektetési alap-kezelőkről (ABAK) szóló irányelv rövidesen uniós „útlevéllel” látja el azokat az alapkezelőket, akik nem-ÁÉKBV-alapokat kívánnak határokon átnyúlóan forgalmazni. Az ABAK-irányelv azonban az alapkezelőkre vonatkozik, és nem az általuk kínált alapokra, így nem hoz létre a különböző eszközosztálytípusokra vonatkozó termékszabályokat vagy termékmeghatározásokat. Következésképpen valószínűtlen, hogy meg fogja oldani az itt vázolt problémát. Sőt, mivel az ABAK-irányelv nem teszi lehetővé, hogy az alapkezelők határokon átnyúló befektetési alapokat kínáljanak lakossági befektetők számára – azaz e téren továbbra is az eltérő nemzeti szabályok érvényesülnek –, a kisebb befektetők még súlyosabb akadályokkal szembesülnek.

Mindez számos nem kívánt hatást okozott. A hosszú távú befektetések kezelési költségei az egyébként elvárhatónál magasabbak maradtak, mivel a határokon átnyúló befektetések kapcsán az alapkezelőknek egy sor különböző jogi és termékvonatkozású kérdéssel kell megküzdeniük az egyes tagállamokban. Az alapok mérete kisebb, mint más esetben lehetne, így a megtérülésre vagy hozamra számított költséghányad arányosan magasabb. A lakossági befektetők nem férnek hozzá az általuk jól ismert és megbízhatónak tartott azon alapokhoz, amelyek másik tagállamban működnek. A költségek magasak maradnak, az alapválaszték pedig szűkös. Ennek eredményeként más kisebb befektetők és lakossági befektetők nem élvezhetik a hosszú távú befektetésekhez való hozzáférés jelentette diverzifikációs előnyöket.

A hosszú távú növekedés alternatív finanszírozási lehetőségeinek szűkössége nyomán mindemellett kár éri a reálgazdaságot is, mivel a vállalkozások számára elsősorban a banki hitelezés marad a forrásbevonás elsődleges módja, a hitelezés fókusza pedig a rövid távú kötelezettségvállalások felé tolódott el. Ez korlátozza a vállalkozások által az intézményi és lakossági befektetőktől bevonható tőkét, és ezen keresztül fékezi a vállalatok hosszú távú beruházási, növekedési és munkahely-teremtési lehetőségeit.

3. A SZUBSZIDIARITÁS ELEMZÉSE

Az alapkezelők, a befektetési célpontok és a befektetők Unió-szerte jelen vannak. Mivel a vagyionkezelési ágazat lényegéből fakadóan határokon átnyúló jellegű, a hosszú távú befektetési piac jelenlegi szétaprózottsága miatt e szektor rossz hatékonysággal működik. Az e problémát kezelni kívánó nemzeti szabályozás azonban szükségképpen a kérdéses tagállamra korlátozódik. A hosszú távú befektetési alapok termékprofiljának nemzeti szintű szabályozása nyomán több, egymástól független rendszer alakult ki. A nemzeti fellépés gátolta a hosszú távon befektető alapok uniós szintű belső piacának kialakulását.

Kíváncsinos létrehozni egy, a hosszú távú befektetéseket ösztönző, szilárd, határokon átnyúló mechanizmust, amely a gazdasági fellendülés egyik katalizátora lehet. Az ÁÉKBV-kal kapcsolatos, hosszú időre visszanyúló tapasztalatok azt sugallják, hogy az uniós dimenziójú termékszabályok és követelmények kialakítása jelentős mértékben hozzájárulhat a kérdéses eszközökbe irányuló befektetések ösztönzéséhez.

A hosszú távú befektetési alapok egységes piacának megteremtése érdekében ezért uniós szintű fellépésre van szükség.

4. CÉLKITŰZÉSEK

Az általános célkitűzések a következők: (1) a hosszú távú finanszírozás lehetőségeinek bővítése a gazdaság minden ágazatában; és (2) az egységes piac koherenciájának növelése. Ennek érdekében három különös célkitűzést kell teljesíteni. Ezek az alábbiak: (1) a hosszú távú befektetési alapok méretgazdaságosságának növelése; (2) a hosszú távú befektetési alapok iránt érdeklődő befektetők rendelkezésére álló választék bővítése és a befektetők védelmének fokozása; és (3) a hosszú időhorizonttal rendelkező eszközökbe áramló befektetések növelése.

Ennek érdekében viszont két operatív célkitűzést kell teljesíteni: (1) fel kell számolni a hosszú távra befektető alapok egységes piacának létrehozását akadályozó tényezőket, s ezáltal szélesíteni kell a befektetői bázist; valamint (2) vissza kell szorítani a hosszú távú befektetési eszközök megtévesztő értékesítésének lehetőségeit.

5. SZAKPOLITIKAI LEHETŐSÉGEK

A fenti két operatív célkitűzés elérése érdekében a hatásvizsgálat a termékszabályokkal és az egyes befektetői csoportokkal kapcsolatosan hét szakpolitikai opciót vázol fel. A lehetőségek skálájának egyik végén a nem cselekvés áll, a másik végén pedig az intézményi és lakossági befektetők számára egyaránt hozzáférhető, határokon átnyúló hosszú távú befektetési alapokra vonatkozó termékszabályok kialakítása. Mindegyik opció mindkét operatív célkitűzés szempontjából releváns.

1. opció	A cselekvés elmaradása.
2. opció	„Puha” termékmegjelölések kialakítása, „útlevél” nélkül.
3. opció	A hosszú távú eszközökbe történő befektetések lehetőségének biztosítása a már útlevéllel rendelkező ÁÉKBV-k számára.
4. opció	Új alaptípus, a hosszú távú befektetési alap (HTBA) létrehozása az

	engedélyezett befektetéseket képező hosszú távú eszközosztályokra vonatkozó sajátos portfóliószabályokkal. A HTBA csak intézményi befektetők előtt állna nyitva.
5. opció	Ua. mint a 4. opció, de az alap a nagy vagyonnal rendelkező magánszemélyek előtt is nyitva állna.
6. opció	A HTBA minden befektető, így a lakossági befektetők előtt is nyitva állna. Ez szigorúbb befektetővédelmi szabályozást követel meg. A tartott eszközök hosszú távú jellegének megfelelően visszaváltásra nem lenne lehetőség.
7. opció	Ua. mint a 6. opció, egy kezdeti, például hároméves időszakot követően visszaváltási joggal.

6. AZ EGYES SZAKPOLITIKAI LEHETŐSÉGEK HATÁSAINAK ÉRTÉKELÉSE

Az 1. opció, azaz a fellépés hiánya nem elfogadható, mivel nem járul hozzá az ismertetett problémák megoldásához.

A 2. opció keretében jogalkotáson kívüli intézkedések ösztönöznék a hosszú távon befektető alapok vagy a magukat hosszú távú alapokként hirdető alapok konvergenciáját. Ez valószínűleg szükségessé tenné egy önkéntes termékmegjelölés és termékkódex kialakítását. Ez a megoldás, jóllehet az alapkezelők számára alacsony költségekkel járó opciót jelent, csak akkor lehet hatásos, ha a tagállamok ezt elősegítendő módosítják nemzeti szabályaikat. Következésképpen valószínűtlen, hogy ez az opció megoldást jelent a szétaprózottságra.

A 3. opció lehetővé tenné, hogy az ÁÉKBV korlátozott mértékben illikvid és nem átruházható eszközöket tartson portfóliójában. Így a lakossági befektetők hozzáférnének a hosszú távú eszközökhöz, és „útlevelet” kapnának azok az alapok, amelyek legalább részben hosszú távú eszközökben tartják befektetéseiket. Ez a megoldás azonban szembe megy az ÁÉKBV-k tekintetében érvényesülő azon alapelvvel, miszerint a befektetők bármikor visszaválthatják befektetésüket. Ez az elv biztosítja a befektetők ÁÉKBV-k iránti bizalmát; megváltoztatása alááshatja az ÁÉKBV-k sikerét, és zavart okozhat az általuk tartható eszköztípusok és az azokkal kapcsolatos kockázatok mibenlétét illetően. Több alapkezelő is jelezte, hogy nem ért egyet egy ilyen változással, mert az szerintük is ezen alaptípus sikerét kockáztatja.

A 4. opció azonosítható hosszú távú befektetési terméket hozna létre, amely a neki biztosított „útlevél”-nek köszönhetően EU-szerte forgalmazható lenne intézményi befektetők számára. A megállapítandó szabályok – egyebek mellett az engedélyezett befektetések tekintetében – az ÁÉKBV esetében érvényesülő modellt követnék, ám azzal ellentétben illikvid és jellegük szerint hosszú távú eszközökre vonatkoznának. Ez az opció nem oldaná meg azt a problémát, amely a kisebb befektetők és a lakossági befektetők e befektetési lehetőségekből való kizárásából fakad, így e csoportok továbbra sem lennének képesek arra, hogy megfelelően diverzifikálják portfóliójukat, vagy hogy hozzájáruljanak a rendelkezésre álló tőkeforrásokhoz.

Az 5. opció megegyezik a 4. opcióval azzal a különbséggel, hogy a magasabb kockázatviselési képességgel rendelkezőnek tekintett, nagy vagyonnal rendelkező

magánszemélyek (*high net worth individuals*) számára is lehetővé teszi az ilyen alapokba történő befektetést. Míg ez a megoldás elősegítené a rendelkezésre álló tőkeforrások bővítését, és újabb befektetői csoport számára diverzifikálja a befektetési lehetőségeket, a lakossági befektetőket továbbra is kizárja az ilyen alapokba történő befektetés nyújtotta előnyökből.

A 6. opció „útlevél” alapján Unió-szerte lehetővé tenné a 4. opció szerinti, visszaváltási lehetőséget nem biztosító alapok lakossági befektetők számára történő forgalmazását. Ezzel a befektetők lehető legtágabb köre férne hozzá ezen alapokhoz, azaz a lehető legtöbb tőke bevonására nyílik lehetőség. A lakossági befektetők megfelelő védelmet biztosítandó, az alapoknak meg kellene felelniük a kellő diverzifikációt szavatoló, az összeférhetetlenséget kezelő, a költségek átláthatóságát növelő és a lehetséges tőkeáttétel mértékét korlátozó termékszabályoknak. Ez szükségképpen némi többletköltséget okoz. Ugyanakkor a jelentősen javuló és harmonizált termékszabályok mérsékelhetik a megtévesztő értékesítések kockázatát. Ez mind az intézményi, mint a lakossági befektetők számára kedvező, és erősíti a hosszú távú befektetések iránti bizalmat. A zárt végű alap formájában történő működés egyúttal lehetővé teszi a hosszú távú eszközök lehető legszélesebb skálájába történő befektetést, mivel ez a struktúra jobban megfelel az ilyen eszközök illikviditási profiljának. A megoldás további előnye az ilyen eszközökbe történő befektetéshez szükséges hosszú távú elkötelezettség tekintetében megvalósuló transzparencia.

A 7. opció megegyezik a 6. opcióval, azzal a különbséggel, hogy visszaváltási jogokat biztosít. A visszaváltási jog egy meghatározott időszakot – például három évet – követően lenne érvényesíthető; ennek leteltével a befektetők rendszeresen hozzáférhetnének pénzükhöz. Ez a megoldás, jóllehet csökkenti annak veszélyét, hogy a lakossági befektetők érdekeikkel ellentétben „bennragadnak” az alapban, ezt a veszélyt – tekintettel a hosszú távú eszközök illikvid jellegére – nem szünteti meg. A visszaváltási jog biztosítása esetén az alapoknak egyúttal likviditási puffert kellene képezniük a visszaváltási kérelmek mindenkor teljesítése érdekében. Ez csökkentené az alapok által kezelt illikvid hosszú távú eszközök arányát, és így mérsékelné a befektetők számára lehetővé tett portfóliódiverzifikációs előnyöket, csakúgy mint a hosszú távú befektetésekre rendelkezésre álló források összegét.

Az előnyben részesített szakpolitikai lehetőség

Az elmondottak alapján úgy tűnik, hogy a felsorolt opciók közül a 6. opció járulhat hozzá a leghatékonyabban és a legeredményesebben a hosszú távú befektetési alapok közös fogalommeghatározásához és az ilyen alapok virágzó egységes piacának kialakítását akadályozó tényezők felszámolásához. A lakossági befektetések lehetővé tétele révén ez a megoldás módot ad új tőkeforrások bevonására, és nagyobb eséllyel járul hozzá a nemzeti piacok közötti szétaprózottság megszüntetéséhez. Emellett azáltal, hogy az alapok visszaváltási jog nélküli forgalmazását teszi lehetővé, e megoldástól – rugalmassága miatt – a 7. opciónál gyorsabb és potenciálisan szélesebb körű hatás várható. Ez a megoldás továbbá tükrözi azon országok meglévő modelljeit, amelyek engedélyezik a szóban forgó alapokba irányuló lakossági befektetéseket.

7. NYOMON KÖVETÉS ÉS ÉRTÉKELÉS

A jogalkotási kezdeményezések értékelése a Bizottság prioritásai közé tartozik. Jelen rendeletjavaslat esetében a nyomon követés tárgya a határokon átnyúló jelleggel működő

hosszú távú befektetési alapok piacának növekedése. Amennyiben ésszerű idő elteltével sem alakul ki ilyen piac, újabb értékelést kell végezni annak vizsgálatára, hogy szükség van-e maguknak a szabályoknak a módosítására.