



COMISIA
EUROPEANĂ

Bruxelles, 26.6.2013
SWD(2013) 231 final

DOCUMENT DE LUCRU AL SERVICIILOR COMISIEI

REZUMATUL EVALUĂRII IMPACTULUI

care însoțește documentul

**Propunere de
REGULAMENT AL PARLAMENTULUI EUROPEAN ȘI AL CONSILIULUI
on**

privind fondurile europene de investiții pe termen lung

{COM(2013) 462 final}

{SWD(2013) 230 final}

1. INTRODUCERE

Criza a scos în evidență problema concentrării atenției investitorilor pe câștigurile economice pe termen scurt, fapt ce subminează obiectivul fundamental al piețelor de capital, și anume finanțarea creșterii în economia reală.

În loc să urmărească câștiguri pe termen scurt, investitorii ar trebui încurajați să-și asume angajamente pe termen mai lung, în active precum proiectele de infrastructură, prin furnizarea de capital „răbdător” (*patient capital*). Este posibil ca acest tip de investiție pe termen mai lung să nu poată fi recuperată timp de mai mulți ani, însă ea poate oferi un randament stabil și previzibil. Investițiile de acest tip sprijină de asemenea economia reală, prin finanțarea întreprinderilor și crearea de locuri de muncă.

Pentru investitorii cu obligații pe termen mai lung, cum ar fi fondurile de pensii și companiile de asigurări, investițiile pe termen mai lung se pot dovedi atractive. Nu există însă mecanisme de cumulare de capital din mai multe surse, disponibile imediat, de exemplu fonduri care să faciliteze aceste investiții în așa fel încât să se țină seama de dimensiunea, amploarea și durata angajamentului necesar acestui tip de investiții. Această situație acționează, de asemenea, ca o barieră în calea investitorilor mai mici, cum ar fi IMM-urile, persoanele cu un patrimoniu net ridicat și investitorii de retail.

Prezenta evaluare a impactului analizează în ce măsură crearea unui cadru de produs transfrontalier pentru investițiile pe termen lung, așa-numitele fonduri de investiții pe termen lung (FEITL), ar putea stimula cererea de astfel de active din partea investitorilor instituționali și/sau de retail. Aceste lucrări completează Cartea verde a Comisiei privind finanțarea pe termen lung a economiei europene.

2. DEFINIREA PROBLEMEI

Factori cauzatori ai problemei

Investițiile pe termen lung în proiecte de infrastructură, finanțarea IMM-urilor și alte activități asemănătoare pot fi realizate cu ajutorul unei serii de instrumente financiare, cum ar fi participațiile la capital și împrumuturile. Aceste instrumente au deseori în comun caracteristica de a fi netransferabile și nelichide, având o piață secundară limitată sau inexistentă. Investițiile în astfel de active pot necesita angajamente de capital inițial de mare amploare, care pot descuraja acțiunile izolate chiar și în cazul marilor investitori instituționali, având în vedere suma de bani necesară. Spre deosebire de piața activelor transferabile și lichide, cum ar fi titlurile de valoare, nu există niciun cadru standard pentru astfel de investiții. Anumite state membre prevăd mecanisme naționale sub forma unor vehicule de investiții recunoscute, altele nu. Această fragmentare împiedică dezvoltarea unei piețe unice pentru investitorii care doresc să beneficieze de o expunere la activele pe termen lung, care oferă adesea un randament previzibil, dar sunt nelichide prin însăși natura lor.

Investițiile în active pe termen lung, realizate fie prin intermediul instrumentelor financiare, fie prin active reale, implică riscuri substanțiale atunci când ele nu sunt gestionate în mod corespunzător. Primul risc este ca investitorii să fie induși în eroare în legătură cu natura și riscurile activelor în care investesc, din cauza absenței unei abordări

armonizate a acestor active. Există o incertitudine în ceea ce privește identitatea activelor pe termen lung, profilul lor de risc și de randament și perioadele de deținere recomandate. Cel de al doilea risc este legat de caracteristicile activelor, și anume de faptul că acestea sunt nelichide prin însăși natura lor. Al treilea risc este legat de faptul că fondurile care oferă acces la aceste active s-ar putea să nu dispună de experiența necesară selectării și monitorizării activelor sau adaptării profilului de randament al fondului la nevoile clienților potențiali. Din aceste motive, FEITL nu au înregistrat întotdeauna rezultate conform planului, iar investitorii au fost uneori induși în eroare în ceea ce privește randamentul promis.

Problemele

În consecință, nu există un standard transfrontalier comun și comparabil pentru a stabili ce sunt activele sau investițiile pe termen lung, pentru cine s-ar putea dovedi adecvate și cum funcționează ele, spre deosebire de piața transfrontalieră a activelor lichide, care beneficiază de normele privind standardizarea produselor, prevăzute de Directiva privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM). Patrimoniul administrat de fondurile OPCVM din UE se ridică la suma de 6 350 miliarde EUR.

Acești factori au condus la o fragmentare a pieței vehiculelor de investiții pe termen lung, pe tot cuprinsul UE, descurajându-i pe investitori de la a explora această piață, deoarece, spre deosebire de OPCVM, aici nu există nicio structură de produs comună, recunoscută și reglementată în care aceștia să poată avea încredere. Directiva privind administratorii fondurilor de investiții alternative (DAFIA) va crea, în curând, un pașaport al UE pentru administratorii care doresc să ofere fonduri non-OPCVM la nivel transfrontalier. Însă Directiva DAFIA se aplică administratorilor și nu fondurilor pe care aceștia le oferă și, prin urmare, nu creează norme sau definiții de produs pentru diferitele tipuri de clase de active. În consecință, este puțin probabil ca această directivă să soluționeze problema identificată. Micii investitori se confruntă cu obstacole încă și mai mari, din cauza faptului că DAFIA nu creează un pașaport care să permită administratorilor să ofere fonduri de investiții de retail transfrontaliere, motiv pentru care abordările naționale divergente vor continua să existe.

Acest lucru a condus la o serie de rezultate nedorite. În ceea ce-i privește pe administratori, costurile rămân mai ridicate, deoarece investițiile transfrontaliere îi obligă să facă față unei serii de probleme din sfera juridică și cea a produsului, în diferite state membre. Fonduri sunt mai mici decât ar putea fi și, prin urmare, impactul costurilor asupra randamentului investițiilor este proporțional mai mare. Investitorii de retail nu pot accesa fonduri din alte state membre, pe care le cunosc sau în care au încredere. Costurile rămân ridicate, iar oferta de fonduri este limitată. De aceea, alți investitori mai mici și de retail nu sunt în măsură să beneficieze de avantajul diversificării pe care accesul la investiții pe termen lung ar putea-o altminteri aduce.

Și economia reală este afectată: limitarea modurilor de finanțare alternative a creșterii economice pe termen lung face ca întreprinderile să se bazeze în continuare în principal pe finanțarea bancară, care favorizează în prezent angajamentele pe termen scurt. Această situație limitează cantitatea de capital la care au acces întreprinderile, fie că acesta este pus la dispoziție de investitori instituționali sau de retail și, prin urmare, acționează ca o frână, reducând capacitatea întreprinderilor de a investi pe termen lung și de a genera creștere și ocupare a forței de muncă pentru economie.

3. ANALIZA SUBSIDIARITĂȚII

Administratorii de fonduri, obiectivele de investiții și investitorii își au domiciliul pe tot cuprinsul Uniunii. Deoarece sectorul administrării activelor are, în esență, un caracter transfrontalier, fragmentarea actuală a pieței investițiilor pe termen lung (ITL) a cauzat o funcționare sub parametri de eficiență a acestui sector. Abordările legislative naționale în materie se limitează însă, în mod inerent, la statul membru în cauză. Reglementarea profilului de produs al unui FEITL la nivel național a condus la dezvoltarea, în mod independent, a unei mulțimi de regimuri specifice. Măsurile legislative adoptate la nivel național au împiedicat crearea unei piețe interne la nivelul întregii Uniuni pentru cei care oferă FEITL investitorilor.

Crearea unui mecanism transfrontalier stabil care să încurajeze ITL este deci de dorit și ar putea reprezenta unul dintre factorii de redresare economică. Experiența îndelungată cu OPCVM sugerează că normele și cerințele de produs instituite la nivelul UE pot reprezenta un instrument extrem de eficace pentru stimularea investițiilor în activele pertinente.

Prin urmare, este necesară o acțiune la nivel european pentru a crea o piață unică a fondurilor de investiții pe termen lung.

4. OBIECTIVE

Obiectivele generale sunt: (1) sporirea mijloacelor de finanțare pe termen lung în toate sectoarele economiei și (2) sporirea coerenței pieței unice. În acest sens, trebuie îndeplinite următoarele trei obiective specifice: (1) mărirea economiilor de scară realizate de administratorii FEITL, (2) diversificarea ofertei și îmbunătățirea protecției investitorilor interesați și (3) mărirea fluxurilor de investiții în active pe termen lung.

Realizarea acestor deziderate necesită, la rândul său, atingerea a două obiective operaționale: (1) eliminarea barierelor din calea dezvoltării unei piețe unice pentru fondurile care vizează active pe termen lung, ceea ce ar extinde baza investitorilor și (2) reducerea posibilităților de vânzare abuzivă de vehicule ITL.

5. OPȚIUNI DE POLITICĂ

Pentru realizarea celor două obiective operaționale, evaluarea impactului definește șapte opțiuni de politică referitoare atât la normele de produs, cât și la diferitele tipuri de investitori. Ele variază de la un scenariu *statu quo*, la crearea de norme de produs pentru FEITL transfrontaliere accesibile deopotrivă investitorilor instituționali și celor de retail. Fiecare opțiune este relevantă pentru ambele obiective operaționale.

Opțiunea 1	<i>Statu quo</i>
Opțiunea 2	Elaborarea unei etichete „soft”, dar nu a unui pașaport.
Opțiunea 3	În cazul OPCVM-urilor care dețin deja un pașaport, permiterea unui anumit grad de expunere la activele pe termen lung.
Opțiunea 4	Crearea unui nou fond, FEITL, cu o serie distinctă de norme de portofoliu referitoare la clasele de active pe termen lung eligibile pentru investiții.

	Acest nou FEITL ar fi accesibil doar investitorilor instituționali.
Opțiunea 5	Identică opțiunii 4, însă fondul ar fi accesibil și persoanelor cu un patrimoniu net ridicat (<i>High Net Worth Individuals</i> - HNWI).
Opțiunea 6	FEITL ar fi accesibile tuturor investitorilor, inclusiv celor de retail. Acest lucru ar implica cerințe mai riguroase în materie de protecție a investitorilor. Pentru a ține cont de caracterul pe termen lung al activelor, nu ar exista drepturi de răscumpărare.
Opțiunea 7	Identică opțiunii 6, dar incluzând drepturile de răscumpărare, după o perioadă de deținere obligatorie inițială, cu durata de trei ani, de exemplu.

6. EVALUAREA IMPACTULUI OPȚIUNILOR REȚINUTE

Opțiunea 1 (*statu quo*) este inacceptabilă, deoarece nu prevede nicio măsură pentru soluționarea problemelor identificate.

Opțiunea 2 ar implica luarea de măsuri fără caracter legislativ, pentru a încuraja convergența fondurilor care vizează investițiile pe termen lung sau care se comercializează ele însele, în calitate de fonduri de investiții pe termen lung. Acest lucru ar necesita, cel mai probabil, crearea unei etichete și a unui cod voluntar pentru produs. Deși această opțiune ar fi rentabilă pentru administratori, ea s-ar putea realiza doar dacă statele membre decid să își modifice normele naționale pentru a o susține. De aceea, este puțin probabil ca opțiunea 2 să soluționeze problema fragmentării.

Opțiunea 3 ar permite unui OPCVM să dețină o cantitate limitată de active care sunt deopotrivă nelichide și netransferabile. Acest lucru ar permite investitorilor de retail să aibă acces la active pe termen lung și ar acorda un pașaport fondurilor care sunt investite, cel puțin parțial, în active pe termen lung. Cu toate acestea, ea ar încălca principiul fundamental al OPCVM-urilor, conform căruia investitorii au posibilitatea de a-și răscumpăra investițiile în orice moment, principiu pe care s-a clădit încrederea investitorilor în OPCVM-uri. Orice modificare a acestui principiu riscă să-i submineze succesul și să creeze confuzie în legătură cu tipurile de active în care pot investi OPCVM-urile și riscurile inerente acestora. Câțiva administratori de active și-au exprimat, de asemenea, dezacordul cu privire la o astfel de schimbare, de teamă că ea ar putea submina succesul OPCVM-urilor.

Opțiunea 4 ar crea un produs ITL recognoscibil, care ar putea fi vândut investitorilor instituționali din întreaga UE prin intermediul unui pașaport. Normele ar fi concepute după modelul celor prevăzute în Directiva OPCVM, în ceea ce privește, de exemplu, eligibilitatea activelor, dar s-ar aplica activelor nelichide și pe termen lung. Această abordare nu ar rezolva problema investitorilor mai mici și a investitorilor de retail, care vor continua să nu aibă acces la astfel de investiții, ei neputând deci să își diversifice portofoliile în consecință sau să contribuie la baza de capital disponibil.

Opțiunea 5 ar permite accesul la aceste fonduri persoanelor cu un patrimoniu net ridicat (HNWI), considerate a fi în măsură să accepte niveluri mai ridicate de risc al investiției. În ceea ce privește restul aspectelor, ea este identică cu opțiunea 4. Deși ar lărgi baza de capital disponibil și ar oferi posibilități de diversificare suplimentare mai multor

investitori, opțiunea 5 continuă să-i priveze pe investitorii de retail de beneficiile potențiale rezultate în urma unei investiții în astfel de fonduri.

Opțiunea 6 ar permite fondurilor definite în opțiunea 4 care nu permit răscumpărarea să fie comercializate către investitori de retail în întreaga UE, prin intermediul unui pașaport. Acest lucru ar permite accesul la astfel de fonduri celei mai largi game de investitori, maximizând astfel baza potențială de capital disponibil pentru realizarea acestor investiții. Pentru a garanta standardele de protecție necesare investitorilor de retail, fondul va face obiectul unor norme de produs concepute astfel încât să asigure un grad suficient de diversificare, să soluționeze conflictele de interese, să sporească transparența costurilor și să limiteze utilizarea efectului de levier. Acest lucru implică, în mod inevitabil, unele costuri suplimentare. Existența unor norme de produs considerabil îmbunătățite și armonizate poate atenua riscurile de vânzare abuzivă. Acest lucru va veni în sprijinul tuturor investitorilor, fie ei instituționali sau de retail, creând un climat de încredere în activele pe termen lung. Faptul că fondul este închis prezintă avantajul de a permite investiții în toate tipurile de active pe termen lung, deoarece structura sa corespunde mai bine profilului de nelichiditate al respectivelor active. Această soluție are meritul de a fi transparentă în ceea ce privește angajamentul pe termen lung necesar în cazul investițiilor în astfel de active.

Opțiunea 7 este identică opțiunii 6, cu excepția faptului că permite drepturi de răscumpărare anticipată. Răscumpărarea ar fi posibilă după o perioadă de timp stabilită, de exemplu de trei ani, după care investitorii ar avea acces la proprii bani în mod regulat. Cu toate că această metodă ar reduce pericolul ca investitorii de retail să fie blocați împotriva propriilor interese, având în vedere natura nelichidă a activelor pe termen lung, pericolul respectiv nu ar fi eliminat în totalitate. Ea ar însemna, de asemenea, că fondurile ar trebui să mențină o rezervă de lichiditate pentru a se asigura că sunt întotdeauna în măsură să satisfacă cererile de răscumpărare. Această obligație ar reduce proporția de active pe termen lung nelichide deținute de fonduri, reducând astfel avantajele diversificării portofoliului oferite investitorilor și suma de bani disponibilă pentru investiții în active pe termen lung.

Opțiunea reținută

Pe această bază, analizând opțiunile de la 1 la 7, opțiunea 6 pare să ofere cea mai mare eficacitate și eficiență în ceea ce privește crearea unei definiții comune și reducerea barierelor din calea dezvoltării unei piețe unice înfloritoare pentru FEITL. Prin includerea investitorilor de retail, această opțiune va permite accesul la surse de capital neexploatate și va avea șanse mai mari de a soluționa fragmentarea de pe piețele naționale. În plus, datorită faptului că va permite administratorilor să comercializeze FEITL fără drepturi de rambursare, ea va favoriza o acceptare mai rapidă și potențial mai profundă decât opțiunea 7, grație flexibilității sale. Opțiunea 6 reflectă modelele existente la ora actuală în țările care permit investitorilor de retail accesul la aceste investiții.

7. MONITORIZARE ȘI EVALUARE

Evaluarea oricărei inițiative legislative este o prioritate pentru Comisie. În cazul prezentei propuneri de regulament, monitorizarea s-ar referi la eventuala creștere a unei piețe a fondurilor de investiții pe termen lung la nivelul întregii UE. Dacă această piață

nu reușește să se dezvolte după o perioadă de timp rezonabilă, va fi necesară o nouă evaluare, pentru a se stabili dacă reglementările trebuie să fie modificate.