



ЕВРОПЕЙСКА  
КОМИСИЯ

Брюксел, 26.6.2013 г.  
SWD(2013) 231 final

**РАБОТЕН ДОКУМЕНТ НА СЛУЖБИТЕ НА КОМИСИЯТА**

**ОБОБЩЕНА ОЦЕНКА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО**

*придружаваща*

**Предложение за  
РЕГЛАМЕНТ НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И НА СЪВЕТА  
относно**

**европейски фондове за дългосрочни инвестиции**

{COM(2013) 462 final}

{SWD(2013) 230 final}

## **1. ВЪВЕДЕНИЕ**

Икономическата криза изведе на преден план проблема с търсенето на бързи печалби от страна на инвеститорите, което е в разрез с основната цел на капиталовите пазари, а именно — финансиране на растежа на реалната икономика.

Необходимо е инвеститорите да бъдат поощрени да поемат по-дългосрочни ангажименти към активи, като например инфраструктурни проекти, чрез предоставяне на „търпелив капитал“, а не да преследват предимно краткосрочни печалби. Този вид дългосрочни инвестиции може да не бъдат изплатени в продължение на няколко години, но могат да бъдат със стабилна и предвидима възвръщаемост. Те носят ползи за реалната икономика като източник на финансиране за предприятията и на нови работни места.

Дългосрочните инвестиции могат да бъдат привлекателни за инвеститорите с по-дългосрочни задължения, като например пенсионните фондове и застрахователните дружества. На практика обаче липсват механизми за обединяване, като например фондове, за да се улесни този процес по начин, който отчита размера, мащаба и продължителността на ангажимента към съответните дългосрочни инвестиции. Това също така действа като бариера пред по-малките инвеститори, като например малките и средните предприятия, частни лица висока нетна стойност на притежаваните активи, както и инвеститорите на дребно.

В настоящата оценка на въздействието (ОВ) се проучва въпросът дали създаването на трансгранична продуктова рамка за дългосрочни инвестиции — т.нар. фондове за дългосрочни инвестиции (ФДИ), би могло да стимулира търсенето на подобни активи от страна на институционални и/или инвеститори на дребно. Настоящият документ допълва Зелената книга на Комисията относно дългосрочното финансиране на европейската икономика.

## **2. ОПРЕДЕЛЯНЕ НА ПРОБЛЕМА**

### **Причини за проблема**

Дългосрочното инвестиране в инфраструктурни проекти, финансирането на МСП и подобни на тях, става чрез разнообразни финансови инструменти, като например дялово участие и заеми. Често тези инструменти са непрехвърляеми и неликвидни, с ограничен или никакъв достъп до вторичния пазар. Инвестициите в подобни активи могат да изискват предварителното ангажиране на сериозен капитал, което може да възпре дори големи институционални инвеститори от самостоятелни действия, като се има предвид необходимата сума. За разлика от пазара на ликвидни, прехвърляеми активи, като например ценни книжа, не съществува стандартна рамка за подобни инвестиции. Някои държави членки разполагат с национални механизми под формата на утвърдени инвестиционни инструменти, а в други — такива липсват. Тази фрагментация пречи на развитието на единен пазар за инвеститорите, които желаят да са с експозиция към дългосрочни активи, които често предлагат предвидими печалби, но са неликвидни по своя характер.

Инвестициите в дългосрочни активи, независимо дали чрез финансови инструменти или в реални активи, е свързано със значителни рискове, ако тези инвестиции не се управляват правилно. Първият риск произтича от това, че инвеститорите са подведени по отношение на естеството и рисковете, свързани с активите, в които те инвестират, поради липсата на хармонизиран подход към тези активи. Има несигурност и относно същността на дългосрочните активи, рисковете, свързани с тях, и възвръщаемостта им, както и препоръчителните периоди на държане. Вторият риск е свързан с характеристиките на активите, а именно, че те са неликвидни по своя характер. Третият риск е свързан с факта, че фондовете, предлагащи достъп до тези активи, може да не притежават съответната вещина за подбор и наблюдение на активи и за адаптиране на профила на възвръщаемостта на фонда към нуждите на потенциалните клиенти. Поради тези причини фондовете за дългосрочни инвестиции не винаги носят резултати, съответстващи на планираните, а инвеститорите понякога са подведени по отношение на обещаната възвръщаемост.

### **Същност на проблема**

Липсват общи, съпоставими, трансгранични стандарти относно същността на дългосрочните активи или инвестиции, за кого те са подходящи и за начина, по който функционират. Това контрастира с трансграничния пазар на ликвидни активи, който се възползва от стандартизираните правила за продуктите, които дава Директивата на предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК). Пазарът на ПКИПЦК в ЕС е за 6350 млрд. EUR под формата на управлявани активи.

Всичко това води до разпокъсаност на пазара на инструментите за дългосрочни инвестиции в ЕС. Инвеститорите не бяха мотивирани да проучват възможностите на този пазар, тъй като за разлика от ПКИПЦК на него липсва обща, позната и регулирана продуктова структура, на която те да се доверят. Директивата относно лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове(ДЛУАИФ), ще създаде европейски паспорт за мениджъри, които желаят да предлагат трансгранично фондове, които не са ПКИПЦК. Но ДЛУАИФ се прилага за управляващите лица, а не за фондовете, които те предлагат. Тя не утвърждава правила за продуктите или определения за различните видове класове активи. Следователно е малко вероятно да разреши очертаните проблеми. По-малките инвеститорите срещат още по-големи препятствия, тъй като с ДЛУАИФ не се създава паспорт за управляващи лица, които предлагат трансгранично фондове, насочени към инвеститорите на дребно, така че ще останат различията в подходите на национално равнище.

Това доведе до редица нежелани резултати. Разходите за управляващите лица остават по-високи, отколкото биха били иначе, тъй като трансграничните инвестиции изискват от тях да решат редица правни и продуктови въпроси в различните държави членки. Фондовете са по-малки, отколкото биха били иначе, и съответно пропорционално по-високо е и влиянието на разходите за всяка инвестиция върху възвръщаемостта или печалбата. Инвеститорите на дребно нямат достъп до фондове в други държави членки, които са им познати и на които могат да се доверят. Разходите остават високи, а изборът на фондове е ограничен. В резултат на това други по-малки инвеститори и инвеститори на дребно нямат възможност да се възползват от предимствата на диверсификацията, които иначе би донесъл достъпът до дългосрочни инвестиции.

Реалната икономика също е повлияна, тъй като се ограничават алтернативите за финансиране на дългосрочния растеж, а фирмите продължават да разчитат предимно на банково финансиране, което се преориентира и понастоящем поставя акцент на краткосрочните ангажменти. Това ограничава размера на капитала, до който имат достъп стопанските субекти посредством институционални и инвеститорите на дребно, и по този начин се пречи на възможността им да инвестират в дългосрочен план и да създават растеж и заетост за икономиката.

### **3. АНАЛИЗ НА СУБСИДИАРНОСТТА**

Управителите на фондове, инвестиционните проекти и инвеститорите са установени в различни части на Съюза. Тъй като секторът на управлението на активи е основно с трансграничен характер, съществуващата разпокъсаност на пазара на дългосрочни инвестиции доведе до по-ниско равнище на ефективност на сектора. Националните регулаторни подходи за преодоляване на това състояние обаче са ограничени в рамките на съответната държава членка. Регулирането на продуктивния профил на даден фонд за дългосрочни инвестиции на национално равнище доведе до паралелно развитие на различни режими за фондовете. Действията на национално равнище попречиха на появата на общ за целия Европейски съюз вътрешен пазар на предлагането на фондове за дългосрочни инвестиции на потенциални инвеститори.

Желателно е да бъде създаден стабилен трансграничен механизъм за насърчаване на дългосрочните инвестиции, който може да бъде част от усилията за икономическо възстановяване. Натрупаният опит с ПКИПЦК сочи, че продуктови правила и изисквания за целия ЕС могат да се окажат много успешен начин за стимулиране на инвестициите в съответните активи.

Следователно са необходими мерки на европейско равнище, за да се създаде единен пазар за дългосрочни инвестиционни фондове.

### **4. ЦЕЛИ**

Основните цели са: 1) повече възможности за дългосрочно финансиране във всички сектори на икономиката и 2) по-висока хомогенност на единния пазар. За постигането на тези по-обща цели е необходимо да бъдат изпълнени три по-конкретни цели: 1) повишаване на икономите от мащаба за лицата, управляващи фондове за дългосрочни инвестиции, 2) разширяване на избора за заинтересованите инвеститори и повишаване на тяхната защита и 3) увеличаване на инвестиционните потоци към активи с по-дългосрочен хоризонт

Постигането на това на свой ред изисква постигането на две оперативни цели: 1) премахване на препятствията пред единния пазар на фондовете, ориентирани към дългосрочни активи, което ще разшири инвеститорската база и 2) ограничаване на възможностите за подвеждащи продажби на инструменти за дългосрочни инвестиции.

## 5. ВАРИАНТИ НА ПОЛИТИКАТА

За постигането на двете оперативни цели при анализа на въздействието бяха открити седем варианта на политика, свързани както с продуктите правила, така и с различните видове инвеститори. Те варират от непредприемане на действия до създаването на продуктови правила за трансграничните фондове за дългосрочни инвестиции, отворени както за институционални инвеститори, така и за инвеститори на дребно. Всеки от вариантите съответства на двете оперативни цели.

Вариант 1	Непредприемане на действия
Вариант 2	Разработване на „меко“ обозначение, но не и паспорт
Вариант 3	Да даде възможност на ПКИПЦК, които вече имат паспорт, да имат експозиция към дългосрочни активи
Вариант 4	Създаване на нов фонд — Фонд за дългосрочни инвестиции (ФДИ), с различни правила за портфейлите, свързани с класовете дългосрочни активи, отговарящи на условията за инвестиране. Този нов ФДИ ще бъде отворен само за институционални инвеститори.
Вариант 5	Същият като вариант 4, но фондът ще бъде отворен за лица с висока нетна стойност на активите (ЛВНСА).
Вариант 6	ФДИ е отворен за всички инвеститори, включително инвеститори на дребно. Това ще доведе до по-високи изисквания към защитата на инвеститорите. С оглед на дългосрочния характер на активите, няма да има право на обратно изкупуване.
Вариант 7	Същото като вариант 6, но включва правата на обратно изкупуване, след първоначално блокиране за определен период от време — например три години.

## 6. ОЦЕНКА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО НА ПОДБРАНИТЕ ВАРИАНТИ

Вариант 1 за непредприемане на действия не е приемлив, понеже това не допринася по никакъв начин за справяне с констатираните проблеми.

Вариант 2 ще включва незаконодателни мерки за насърчаване на сближаването на фондове, ориентирани към дългосрочни инвестиции или представлящи себе си като фондове за дългосрочни инвестиции. Това най-вероятно ще изисква създаването на доброволно обозначение на продукта и съответния кодекс на поведение. Въпреки че този вариант е евтин за управляващите лица той може да постигне резултат само ако държавите членки изберат да изменят своите национални правила, за да го подкрепят; така че е малко вероятно да реши проблемът с разпокъсаността.

Вариант 3 би позволил ограничено количество активи, които са едновременно неликвидни и непрехвърлими, да бъдат държани в ПКИПЦК. Той би предоставил на инвеститорите на дребно достъп до дългосрочни активи, както и единен

европейски паспорт за фондовете, които поне отчасти са инвестирани в дългосрочни активи. Той обаче отнема основен принцип на ПКИПЦК, а именно, че инвеститорите могат да изкупят обратно своите инвестиции по всяко време. Този принцип спечели доверието на инвеститорите в ПКИПЦК. Всяка промяна може да застраши неговия успех и да причини объркване относно видовете активи, които ПКИПЦК може да инвестира, и рисковете, свързани с тях. Редица лица, които управляват активи, също изразиха резервите си относно подобно изменение, тъй като те също смятат, че то би могло да подкопае успеха на ПКИПЦК.

Вариант 4 би създал разпознаваем продукт за дългосрочни инвестиции, който може да се продава на институционалните инвеститори в целия ЕС чрез паспорт. Правилата ще следват модела на правилата в ПКИПЦК по отношение например на допустимостта на активите, но ще се прилагат за активи, които са неликвидни и са дългосрочни по своя характер. Това няма да разреши проблема, че по-малките инвеститори и инвеститорите на дребно ще останат лишени от възможността да правят такива инвестиции и няма да могат да разнообразят своите портфейли или да допълнят наличния капитал.

Вариант 5 би позволил достъп до подобни фондове за частни лица, наричани често лица с висока нетна стойност на активите или лица, считани за такива. Всичко останало е същото като вариант 4. Въпреки че ще разшири наличния капитал и ще разшири кръга от инвеститори, които могат да диверсифицират своите инвестиции, този вариант не обхваща инвеститорите на дребно и те са лишени от потенциалните ползи от инвестициите в подобни фондове.

Вариант 6 би позволил на фондовете, определени при вариант 4, които не позволяват обратно изкупуване, да се продават на инвеститори на дребно в целия ЕС чрез паспорт. Това би осигурило на най-широк кръг инвеститори достъп до такива фондове, като по този начин ще се увеличи максимално потенциалния разполагаем капитал за подобни инвестиции. Що се отнася до решаването на въпроса с необходимите инвеститорски стандарти за защита на инвеститорите на дребно, фондът ще бъде обхванат от продуктови правила, осигуряващи достатъчно диверсификация, преодоляване на конфликти на интереси, повишаване на прозрачността на разходите и ограничаване на използването на заемен капитал. Това неминуемо предполага някои допълнителни разходи. Значително подобрените и хармонизирани продуктови правила могат да намалят рисковете от злоупотреби при продажбите. Това ще помогне за спечелването на доверието на институционални инвеститори и на инвеститорите на дребно в дългосрочните активи. Създаването на фонда като фонд от затворен тип има преимущество да позволява инвестиране във всички видове дългосрочни активи. Тази структура по-добре отговаря на неликвидния профил на тези активи. Подобно решение има и предимството да бъде достатъчно прозрачно по отношение на дългосрочния ангажимент, който предполага инвестирането в подобни активи.

Вариант 7 е същият като вариант 6, с изключение на това, че позволява обратното изкупуване на притежаваните права. Обратното изкупуване на права ще бъде на разположение след определен период, например три години — след него инвеститорите биха имали редовен достъп до парите. Макар че това би могло да намали опасността инвеститорите на дребно да бъдат блокирани във вреда на техните интереси, този вариант отпада, като се има предвид неликвидността на дългосрочните активи. Това би означавало също и че фондовете ще трябва да поддържат резерв от налични средства, за да гарантират, че винаги са в състояние

да отговарят на искания за обратно изкупуване. Това ще намали дела на неликвидните дългосрочни активи, държани във фондовете, като по този начин ще бъдат ограничени ползите от диверсификацията на портфейла, които те предлагат на инвеститорите, и ще бъде намален размерът на средствата, които са на разположение за инвестиране в дългосрочни активи.

### **Възприет вариант**

Въз основа на гореизложеното, при разглеждането на варианти 1 до 7 бе установено, че вариант 6 изглежда предлага най-голяма ефективност и ефикасност за създаването на общо определение и за намаляването на пречките пред развитието на единен пазар за ФДИ. С включването на инвеститорите на дребно ще бъдат открити възможностите на неизползвани досега източници на капитал и ще бъде повишена вероятността от ограничаване на фрагментираността на националните пазари. Освен това с разрешаването на управляващите лица да участват на пазара за дългосрочни инвестиции без права за обратно изкупуване, този вариант позволява поради своята гъвкавост по-бързо и потенциално по-широко навлизане в сравнение с вариант 7. Този вариант е отражение на съществуващите в някои държави модели, разрешаващи инвестиране и от страна на инвеститорите на дребно.

## **7. НАБЛЮДЕНИЕ И ОЦЕНКА**

Оценката на всяка законодателна инициатива е от приоритетно значение за Комисията. В случая на настоящото предложение за регламент наблюдението е по отношение на разрастването или други тенденции при фондовете за дългосрочни инвестиции на пазара на целия ЕС. Ако подобен пазар не се развие след определен разумен срок, ще бъде необходима допълнителна оценка, за да се прецени дали самите правила трябва да се променят.