KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 10.6.2020 r.
COM(2020) 232 final

SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

oceniające stosowanie i zakres dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi

SPIS TREŚCI

1. WPROWADZENIE 3

1.1 Przebieg procedury 3

1.2 Podstawa prawna 3

1.3 Metodyka i przebieg konsultacji 4

2. OCENA STOSOWANIA I ZAKRESU DYREKTYWY W SPRAWIE ZAFI 5

2.1 Wpływ na AFI i ZAFI 6

2.2 Wpływ na inwestorów 7

2.3 Wpływ na monitorowanie i ocenę ryzyka systemowego 8

2.4 Wpływ przepisów dotyczących inwestycji w przedsiębiorstwa prywatne oraz inwestycji w kraje rozwijające się lub na rzecz tych krajów 10

SKRÓTY

AFI	alternatywne fundusze inwestycyjne
ZAFI	zarządzający alternatywnym funduszem inwestycyjnym
Dyrektywa w sprawie ZAFI	dyrektywa 2011/61/UE w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi
AuM	zarządzane aktywa
CLO	instrument typu CLO
CMU	unia rynków kapitałowych
CRD	dyrektywa w sprawie wymogów kapitałowych
CDPW	centralny depozyt papierów wartościowych
DG FISMA	Dyrekcja Generalna ds. Stabilności Finansowej, Usług Finansowych i Unii Rynków Kapitałowych
EBC	Europejski Bank Centralny
EGESC	grupa ekspertów Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych
EDFI	europejski długoterminowy fundusz inwestycyjny
ESMA	Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych
ERRS	Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego
UE	Unia Europejska
EuVECA	europejski fundusz *venture capital*
FSB	Rada Stabilności Finansowej
IMSC	Stały Komitet ESMA ds. Usług w zakresie Zarządzania Portfelem
IOSCO	Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych
NAV	wartość aktywów netto
NCA	właściwy organ krajowy
NPPR	krajowe zasady ofert prywatnych
MiFID	dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych
UCITS	przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe

1. WPROWADZENIE

1.1 Przebieg procedury

Dyrektywa w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi[1] (dyrektywa w sprawie ZAFI) została przyjęta w następstwie światowego kryzysu finansowego, który ujawnił pewne słabe punkty światowych rynków finansowych i ich systemów regulacyjnych[2]. W związku z tym przywódcy państw grupy G-20 uzgodnili, że konieczne jest uregulowanie branży finansowej w celu zminimalizowania ryzyka i skali przyszłych kryzysów[3]. Dotyczyło to również sektora zarządzania alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, który wymagał bardziej skoordynowanego nadzoru i zwiększenia przejrzystości dla inwestorów. Aby wesprzeć cele grupy G-20, Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO) opublikowała ogólne zasady regulacji funduszy hedgingowych mające wyznaczać kierunki opracowywania norm międzynarodowych w tej dziedzinie[4].

Po zatwierdzeniu przez Radę Europejską[5] wspomnianych zobowiązań międzynarodowych oraz w świetle sprawozdania Parlamentu Europejskiego[6] Komisja Europejska (zwana dalej „Komisją") przedstawiła wniosek w sprawie ram prawnych regulujących działalność zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI)[7]. Dyrektywa w sprawie ZAFI została przyjęta w dniu 8 czerwca 2011 r. Po dokonaniu transpozycji do krajowych systemów prawnych dyrektywa w sprawie ZAFI weszła w życie w dniu 22 lipca 2013 r.[8]

Celem dyrektywy w sprawie ZAFI jest wypracowanie spójnego podejścia nadzorczego do ryzyka związanego z systemem finansowym, zapewnienie wysokiego poziomu ochrony inwestorów oraz ułatwienie integracji rynku AFI z UE[9]. Od ZAFI wymaga się, aby wprowadzali środki służące zarządzaniu ryzykiem i zapewniali niezbędną przejrzystość działalności zarządzanych przez nich alternatywnych funduszy inwestycyjnych (AFI), będąc jednocześnie w stanie zarządzać AFI i wprowadzać je do obrotu wśród inwestorów branżowych w całej Unii na podstawie jednego zezwolenia[10].

1.2 Podstawa prawna

[1] Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz.U. L 174 z 1.7.2011, s. 1). (dyrektywa w sprawie ZAFI).

[2] Wniosek w sprawie dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi z dnia 30.04.2009 r., COM(2009) 207 final.

[3] Deklaracja ze szczytu w sprawie rynków finansowych i gospodarki światowej, Waszyngton, D.C., 15 listopada 2008 r.

[4] Motyw 89 dyrektywy w sprawie ZAFI; sprawozdanie końcowe IOSCO „Hedge Funds Oversight" („Nadzór nad funduszami hedgingowymi"), czerwiec 2009 r.

[5] Konkluzje z posiedzenia Rady Europejskiej z dnia 16 września 2010 r.

[6] Sprawozdania Parlamentu Europejskiego zawierające zalecenia dla Komisji w sprawie funduszy hedgingowych i niepublicznego rynku kapitałowego (A6-0338/2008) [sprawozdanie Rasmussena] oraz w sprawie przejrzystości inwestorów instytucjonalnych (A6-0296/2008) [sprawozdanie Lehnego]; sprawozdanie grupy wysokiego szczebla ds. nadzoru finansowego w UE z dnia 25 lutego 2009 r., s. 25.

[7] Zob. przypis 2 powyżej.

[8] Ostatnie państwo członkowskie transponujące dyrektywę w sprawie ZAFI zakończyło ten proces przed końcem 2015 r.

[9] Motywy 2–4 oraz 94 dyrektywy w sprawie ZAFI.

[10] Art. 32 ust. 1 dyrektywy w sprawie ZAFI.

Niniejsze sprawozdanie przygotowano zgodnie z art. 69 dyrektywy w sprawie ZAFI. Komisja ma obowiązek dokonać przeglądu stosowania i zakresu dyrektywy w sprawie ZAFI, kładąc nacisk na doświadczenia nabyte podczas stosowania tej dyrektywy. Należy ocenić wpływ dyrektywy w sprawie ZAFI na inwestorów, AFI oraz ZAFI na terytorium Unii i w państwach trzecich, aby ustalić, w jakim stopniu zostały osiągnięte cele tej dyrektywy.

Niniejsze sprawozdanie stanowi realizację udzielonego Komisji mandatu do przedstawienia Parlamentowi Europejskiemu i Radzie oceny funkcjonowania przepisów dyrektywy w sprawie ZAFI. Ponadto w sprawozdaniu dokonano przeglądu metod obliczania dźwigni finansowej zgodnie z wymogami art. 6 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) nr 231/2013 (rozporządzenie w sprawie ZAFI), które uzupełnia dyrektywę w sprawie ZAFI[11]. Dodatkowe informacje na temat wniosków można znaleźć w dokumencie roboczym służb Komisji „Ocena stosowania i zakresu dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi" (SWD(2020) 110). Opublikowano również odrębne sprawozdanie KPMG[12].

1.3 Metodyka i przebieg konsultacji

Komisja zleciła zewnętrznemu wykonawcy – KPMG[13] – przeprowadzenie badania ogólnego oraz opartej na dowodach analizy w celu oceny skutków dyrektywy w sprawie ZAFI[14].

Badanie empiryczne objęło 15 państw członkowskich UE[15]. W toku badania oceniono, czy przepisy szczególne dyrektywy w sprawie ZAFI są skuteczne, efektywne, spójne i adekwatne oraz czy wspierają one unijne środki służące osiągnięciu ogólnych, szczegółowych i operacyjnych celów dyrektywy[16].

W niniejszym sprawozdaniu ustalenia KPMG uzupełniono informacjami z innych źródeł, w tym odpowiednimi aktualizacjami danych oraz informacjami uzyskanymi w wyniku różnych prac Komisji[17], ESMA[18] i Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ERRS)[19].

[11] Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 231/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w odniesieniu do zwolnień, ogólnych warunków dotyczących prowadzenia działalności, depozytariuszy, dźwigni finansowej, przejrzystości i nadzoru (Dz.U. L 83 z 22.3.2013, s. 1).

[12] Sprawozdanie z funkcjonowania dyrektywy w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (dyrektywa w sprawie ZAFI) – dyrektywa 2011/61/UE; ze sprawozdaniem można zapoznać się na stronie internetowej: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190110-aifmd-operation-report_en.pdf] (sprawozdanie KPMG).

[13] KPMG Law Rechtsanwaltsgesellschaft mbH jako przedsiębiorstwo wiodące oraz jego podwykonawcy KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Niemcy i KPMG LLP, Zjednoczone Królestwo wspierane przez europejską sieć KPMG.

[14] Badanie ogólne miało formę kwestionariusza internetowego i zostało przeprowadzone w okresie od dnia 6 lutego 2018 r. do dnia 29 marca 2018 r. Podczas przeprowadzania badania KPMG opierało się na wykazie aspektów określonych w art. 69 ust. 1 dyrektywy w sprawie ZAFI, w odniesieniu do których zainteresowane strony poproszono o podzielenie się swoimi doświadczeniami.

[15] Austria, Belgia, Cypr, Republika Czeska, Dania, Francja, Niemcy, Węgry, Irlandia, Włochy, Luksemburg, Malta, Niderlandy, Hiszpania, Zjednoczone Królestwo. Jest to dobra próba państw członkowskich pod względem geograficznym oraz pod względem różnej wielkości rynku dla AFI, ZAFI lub inwestorów.

[16] Zob. przypis 12 powyżej.

[17] Odpowiedzi na zaproszenie Komisji do składania uwag w sprawie ram prawnych UE dotyczących usług finansowych, odpowiedzi na przeprowadzone przez Komisję konsultacje w sprawie transgranicznej dystrybucji funduszy (UCITS, AFI, EDFI, EuVECA i EuSEF) w całej UE.

Uwzględniono również interakcje Komisji z zainteresowanymi stronami, w tym z właściwymi organami krajowymi, przedstawicielami branży i stowarzyszeniami ochrony inwestorów, odbywające się w ramach konsultacji publicznych, spotkań dwustronnych lub wielostronnych. Dodatkowym źródłem pomagającym w przygotowaniu niniejszego sprawozdania były publikacje akademickie i statystyczne. Na przykład roczne sprawozdania statystyczne ESMA dotyczące unijnych AFI były niezwykle użyteczne przy opisywaniu rynku AFI w UE[20]. Uwzględniono także konkretne przykłady nieprawidłowości w zakresie poszczególnych przepisów unijnych.

W dniu 27 września 2019 r. Komisja przeprowadziła konsultacje z reprezentującą państwa członkowskie grupą ekspertów Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych (EGESC), aby uzyskać informacje zwrotne – o charakterze technicznym i politycznym – na temat istotnych kwestii związanych ze stosowaniem i zakresem dyrektywy w sprawie ZAFI. Członkowie EGESC zostali poproszeni o przedstawienie uwag na piśmie i stanowiska te zostały uwzględnione w sprawozdaniu.

W dniu 22 października 2019 r. Komisja przedstawiła kluczowe elementy niniejszego sprawozdania Stałemu Komitetowi ESMA ds. Usług w zakresie Zarządzania Portfelem (IMSC) i zwróciły się o jego uwagi oparte na doświadczeniach nadzorczych właściwych organów krajowych.

2. OCENA STOSOWANIA I ZAKRESU DYREKTYWY W SPRAWIE ZAFI

Dyrektywa w sprawie ZAFI jest ważnym filarem unii rynków kapitałowych, umożliwiającym lepsze monitorowanie ryzyka związanego z systemem finansowym oraz transgraniczne pozyskiwanie kapitału na inwestycje w aktywa alternatywne. Dyrektywa w sprawie ZAFI odegrała ważną rolę w tworzeniu rynku wewnętrznego AFI oraz wzmacnianiu ram regulacyjnych i nadzorczych dla ZAFI w Unii. ZAFI działają obecnie z większą przejrzystością dla inwestorów i organów nadzoru.

2.1 Wpływ na AFI i ZAFI

[18]Opinia ESMA dla Parlamentu Europejskiego, Rady i Komisji oraz odpowiedzi na zaproszenie do zgłaszania uwag na temat funkcjonowania unijnego paszportu określonego w dyrektywie w sprawie ZAFI oraz krajowych zasad ofert prywatnych w odniesieniu do funkcjonowania paszportu w ramach dyrektywy w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ESMA), 30 lipca 2015 r., ESMA/2015/1235; Analiza tematyczna przeprowadzona przez ESMA wśród właściwych organów krajowych dotycząca ram powiadamiania oraz zakresu obowiązków państwa rodzimego i państwa przyjmującego na podstawie przepisów dotyczących UCITS oraz dyrektywy w sprawie ZAFI, 7 kwietnia 2017 r., ESMA34-43-340; Opinia ESMA w sprawie rozdziału aktywów i usług powierniczych, 20 lipca 2017 r., ESMA 34-45-27; Roczne sprawozdanie statystyczne ESMA dotyczące unijnych alternatywnych funduszy inwestycyjnych z 2019 r., 21 stycznia 2019 r., ESMA 50-165-748. (sprawozdanie statystyczne ESMA z 2019 r.) i roczne sprawozdanie statystyczne ESMA dotyczące unijnych alternatywnych funduszy inwestycyjnych z 2020 r., 10 stycznia 2020 r., ESMA50-165-1032 (sprawozdanie statystyczne ESMA z 2020 r.).

[19] Zalecenie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego z dnia 7 grudnia 2017 r. w sprawie ryzyka związanego z płynnością i dźwignią finansową w funduszach inwestycyjnych, ESRB/2017/6, 2018/C 151/01. Pismo ERRS z dnia 3 lutego 2020 r. skierowane do DG FISMA w sprawie uwag dotyczących dyrektywy w sprawie ZAFI.

[20]Roczne sprawozdanie statystyczne ESMA „Alternatywne fundusze inwestycyjne UE w 2019 r.", 21 stycznia 2019 r., ESMA 50-165-748, (sprawozdanie statystyczne ESMA z 2019 r.) oraz roczne sprawozdanie statystyczne ESMA „Alternatywne fundusze inwestycyjne UE w 2020 r.", 10 stycznia 2020 r., ESMA50-165-1032 (sprawozdanie statystyczne ESMA z 2020 r.).

Rynek AFI w UE znajduje się na ścieżce stałego wzrostu, którego miarą są aktywa netto AFI i zarządzane przez ZAFI aktywa charakteryzujące się znaczącą aktywnością transgraniczną. Od czasu przyjęcia dyrektywy w sprawie ZAFI w 2011 r. całkowite aktywa netto AFI wzrosły prawie trzykrotnie – z 2,3 bln EUR do 5,9 bln EUR[21]. Transgraniczna dystrybucja AFI wzrosła blisko dwukrotnie w okresie od czerwca 2017 r. do października 2019 r. – z 3 % do 5,8 % AFI[22]. Pod tym względem potwierdza się, że paszport ZAFI jest ważnym czynnikiem. Większość ZAFI, organów publicznych i inwestorów instytucjonalnych biorących udział w badaniu ogólnym poinformowała, że dzięki dyrektywie w sprawie ZAFI zwiększył się dostęp do rynków krajowych, mimo że 34 % respondentów zgłosiło problemy z dłuższym czasem wprowadzania produktu na rynek[23].

W niniejszym sprawozdaniu wykazano, że skuteczność unijnego paszportu ZAFI osłabiają: nadmiernie rygorystyczne wdrażanie na szczeblu krajowym, rozbieżności w krajowych zasadach wprowadzania do obrotu[24], różne interpretacje dyrektywy w sprawie ZAFI przez krajowe organy nadzoru[25] oraz ograniczony zakres stosowania tej dyrektywy. Mniejsi ZAFI, którzy nie są w stanie spełnić wszystkich wymogów przewidzianych w dyrektywie w sprawie ZAFI, muszą zrezygnować z pozyskiwania kapitału w innych państwach członkowskich lub pokonać poważne bariery w dostępie do rynku. Ponadto paszport ZAFI pozwala na wprowadzanie do obrotu produktów wyłącznie wśród inwestorów branżowych, co również ogranicza działalność transgraniczną ZAFI – do inwestorów półprofesjonalnych i detalicznych można zwracać się wyłącznie na podstawie zróżnicowanych (i często restrykcyjnych) przepisów krajowych. Dystrybucja AFI podlega przepisom określonym w MiFID II[26], które wprowadzają rozróżnienie między inwestorami detalicznymi a inwestorami branżowymi, w związku z czym każda zmiana definicji poszczególnych rodzajów inwestorów w dyrektywie w sprawie ZAFI musi uwzględniać wzajemne oddziaływanie tej dyrektywy z odpowiednimi przepisami MiFID II.

AFI są oferowane inwestorom detalicznym przez banki i zakłady ubezpieczeń. Ci pośrednicy finansowi aktywnie promują przede wszystkim własne fundusze, zamiast proponować także szerszy asortyment AFI oferowanych przez osoby trzecie[27]. Sytuacja zmienia się jednak wraz z rosnącym udziałem platform internetowych w rynku. Prace Komisji związane z unią rynków kapitałowych koncentrują się na poprawie dystrybucji produktów inwestycyjnych w Unii oraz na przeglądzie wymogów dotyczących ujawniania informacji. Wyniki tych prac będą też dotyczyć AFI i ZAFI mających siedzibę w państwach trzecich, którzy obecnie mogą mieć dostęp do inwestorów w poszczególnych państwach członkowskich na podstawie przepisów krajowych określonych w krajowych zasadach ofert prywatnych.

[21] EFAMA Fact Book 2019, s. 27.
[22] Morningstar, czerwiec 2017 r. oraz Morningstar, październik 2019 r.
[23] Zob. przypis 12 powyżej, s. 101.
[24] Zob. przypis 12 powyżej, ss. 74 i 114.
[25] Dokument roboczy służb Komisji „Ocena skutków dotycząca transgranicznej dystrybucji funduszy zbiorowego inwestowania, SWD(2018) 54 final, 12.3.2018, [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-3132069_en#pe-2018-1277].
[26] Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 349).
[27] Badanie „Systemy dystrybucji detalicznych produktów inwestycyjnych w Unii Europejskiej”, kwiecień 2018 r., s. 17; z badaniem można zapoznać się na stronie internetowej: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en.pdf].

Wobec braku uruchomienia paszportu ZAFI dla podmiotów z państw trzecich zainteresowane strony uznają rolę krajowych zasad ofert prywatnych za ważny czynnik dla rozwoju rynku. W rezultacie inwestorzy w państwach członkowskich, w których obowiązują takie systemy, mogli uzyskać dostęp do światowych rynków usług finansowych i zdywersyfikować swoje alokacje inwestycyjne. Krajowe zasady ofert prywatnych różnią się jednak w poszczególnych państwach członkowskich i, co ważniejsze, nakładają na ZAFI wymóg wdrożenia jedynie bardzo ograniczonej liczby wymogów określonych w dyrektywie w sprawie ZAFI. Zapewnia to równe warunki działania dla ZAFI z UE i spoza UE. Niektóre państwa członkowskie całkowicie zablokowały dostęp do rynku podmiotom z państw trzecich. Niektóre państwa członkowskie zaproponowały dalszą harmonizację krajowych zasad ofert prywatnych, natomiast inne uważają, że lepszym rozwiązaniem byłoby uruchomienie paszportu ZAFI dla podmiotów z państw trzecich, a następnie stopniowe wycofanie krajowych zasad.

Komisja nie dokonała oceny funkcjonowania paszportu ZAFI dla państw trzecich, ponieważ taki paszport nie został jeszcze uruchomiony, w związku z czym brak informacji o rynku, na których można by się oprzeć.

2.2 Wpływ na inwestorów

Ze szczegółowej oceny zawartej w dokumencie roboczym służb Komisji wynika, że system depozytów, przepisy dotyczące konfliktu interesów oraz wymogi dotyczące ujawniania informacji i przejrzystości służą ochronie interesów inwestorów, co przyczynia się do budowania zaufania inwestorów do rynków finansowych. Z danych rynkowych wynika, że sprzedaż AFI wzrosła przy większym udziale inwestorów detalicznych w szeregu państw członkowskich[28]. Nadal istnieje potencjał rozwoju działalności transgranicznej, biorąc pod uwagę niedawno przyjęte przepisy w kontekście unii rynków kapitałowych[29].

Specjalny system regulujący funkcje i odpowiedzialność depozytariuszy okazał się skutecznym środkiem zwiększającym ochronę inwestorów[30]. Funkcjonuje on dobrze, mimo że konieczne mogą być ukierunkowane wyjaśnienia dotyczące sytuacji, w których ZAFI stosują trójstronne zarządzanie zabezpieczeniami lub w których centralne depozyty papierów wartościowych pełnią funkcje depozytariuszy.

Co ważniejsze, brak paszportu depozytariusza jest sprzeczny z duchem jednolitego rynku. Ze względu na ograniczony wybór usługodawców na mniejszych rynkach istnieją także obawy przed ryzykiem koncentracji, tj. przed sytuacją, gdy jeden depozytariusz mógłby posiadać aktywa wszystkich AFI mających siedzibę w danym państwie członkowskim.

W odniesieniu do zasad wyceny, które są niezbędne do ustalenia udziału każdego inwestora w danym AFI oraz do monitorowania wyników tego AFI, dyrektywa w sprawie ZAFI wniosła do procesu wyceny aktywów AFI pewną dyscyplinę i strukturę[31]. Ze względu na zero-

[28] Zob. przypis 12 powyżej, s. 257.
[29] Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/1160 z dnia 20 czerwca 2019 r. zmieniająca dyrektywy 2009/65/WE i 2011/61/UE w odniesieniu do transgranicznej dystrybucji prowadzonej przez przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania (Dz.U. L 188 z 12.7.2019, s. 106) oraz rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/1156 z dnia 20 czerwca 2019 r. w sprawie ułatwienia transgranicznej dystrybucji przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania oraz zmiany rozporządzeń (UE) nr 345/2013, (UE) nr 346/2013 i (UE) nr 1286/2014 (Dz.U. L 188 z 12.7.2019, s. 55).
[30] Zob. przypis 12 powyżej, s. 94.
[31] Zob. przypis 12 powyżej, s. 183-184.

jedynkowy charakter tych zasad mogą jednak występować problemy spowodowane zrozumieniem przez zainteresowane strony, że wykluczone jest łączne korzystanie z usług wewnętrznych i zewnętrznych podmiotów wyceniających, jak również problemy związane z niepewnością co do odpowiedzialności zewnętrznych podmiotów wyceniających, która jest określona w przepisach krajowych. Nie było natomiast wystarczających dowodów sugerujących, które przepisy dotyczące ujawniania informacji przewidziane w dyrektywie w sprawie ZAFI wymagałyby zmiany.

Chociaż wiąże się to z pewnymi kosztami dla sektora, przepisy dyrektywy w sprawie ZAFI dotyczące ujawniania informacji w dużej mierze doprowadziły do osiągnięcia celu, jakim jest umożliwienie inwestorom podejmowania świadomych decyzji inwestycyjnych[32]. Wymóg ujawniania konfliktów interesów jest szczególnie ceniony przez inwestujących w aktywa alternatywne, ponieważ konflikty interesów są dla nich jednym z największych problemów[33]. Z analizowanych informacji wynika, że dyrektywa w sprawie ZAFI zwiększyła przejrzystość w zakresie oferowanych produktów i usług[34]. Nie określono jednak, które elementy wymogów dotyczących ujawniania informacji mogą okazać się zbędne, biorąc pod uwagę, że niektórzy inwestorzy branżowi zwracają się o inne informacje niż te określone w dyrektywie w sprawie ZAFI.

2.3 Wpływ na monitorowanie i ocenę ryzyka systemowego

Aby monitorować i ograniczać makroryzyko wynikające z działalności ZAFI, należy zidentyfikować odpowiednie podmioty i upewnić się, że spełniają one podstawowe wymogi w zakresie profesjonalnego i odpowiedzialnego zarządzania inwestycjami zbiorowymi z korzyścią dla inwestorów. Nie znaleziono żadnych dowodów sugerujących, że należałoby zmienić progi określone w dyrektywie w sprawie ZAFI w odniesieniu do zarządzanych aktywów, powyżej których działalność ZAFI może stwarzać znaczne ryzyko systemowe.

Zainteresowane strony uznały za użyteczny zestaw narzędzi do celów zapewnienia stabilności finansowej, dostępny dla właściwych organów krajowych na podstawie dyrektywy w sprawie ZAFI, w tym możliwość nałożenia na ZAFI pułapów dźwigni finansowej[35] lub zawieszenia umorzeń w interesie publicznym. ERRS zaleca dalsze wzmacnianie i harmonizowanie tych środków[36]. Jednym z takich zaleceń jest wyjaśnienie odpowiednich ról właściwych organów krajowych i ich współpracy w przypadkach, gdy zawieszenie umorzeń ma konsekwencje transgraniczne[37]. Przy podejmowaniu decyzji, czy konieczna jest jakakolwiek interwencja na rynkach finansowych, właściwe organy krajowe powinny mieć możliwość oceny tendencji w sektorze AFI oraz monitorowania zagrożeń dla stabilności finansowej z uwzględnieniem rynków, na których operują AFI. Z tej właśnie przyczyny w dyrektywie w sprawie ZAFI nałożono wymogi w zakresie sprawozdawczości nadzorczej[38].

Potwierdzono, że wymogi te są niezbędne dla organów nadzoru do celów monitorowania ryzyka związanego z systemem finansowym we wszystkich sektorach i w różnych krajach.

[32] Zob. przypis 12 powyżej, s. 77.
[33] Alts Transparency: *Finding the Right Balance* [https://www.northerntrust.com/documents/campaign-landing/cis/2017/alt-transparency.pdf].
[34] Zob. przypis 12 powyżej, s. 210.
[35] Art. 25 dyrektywy w sprawie ZAFI.
[36] Zob. przypis 19 powyżej.
[37] Jak przewidziano w art. 46 dyrektywy w sprawie ZAFI.
[38] Załącznik IV do rozporządzenia w sprawie ZAFI.

Dokładniejsza analiza wykazała jednak potrzebę rozważenia ich uproszczenia, przy jednoczesnym uwzględnieniu kosztów utopionych, które już zostały poniesione przez przestrzegających przepisów ZAFI. Zdarzają się również przypadki pokrywania się z innymi przepisami unijnymi, takimi jak obowiązki sprawozdawcze wobec EBC do celów statystycznych, co mogłoby uzasadniać korektę obecnego wzoru sprawozdawczego przewidzianego w rozporządzeniu w sprawie ZAFI.

Zauważalna tendencja wzrostowa w zakresie udzielania pożyczek pozabankowych budzi obawy o stabilność finansową[39]. Brakuje obecnie pewnych szczegółowych informacji na temat niektórych klas aktywów, takich jak kredyty lewarowane i instrumenty typu CLO, oraz informacji na temat pośrednich powiązań między bankami a instytucjami niebędącymi bankami, które mają znaczenie dla nadzoru makroostrożnościowego. Kilka zainteresowanych stron zwróciło się do Komisji o ponowną ocenę zasadności ustanowienia wspólnych standardów dla AFI udzielających kredytów[40].

W odniesieniu do metod obliczania dźwigni finansowej wiele zainteresowanych stron uznało, że zasadniczo metody obliczania wartości brutto i zobowiązań przewidziane obecnie w rozporządzeniu w sprawie ZAFI są właściwe[41]. Konieczne mogą być jednak pewne dostosowania w związku z wnioskiem wyciągniętym w tej kwestii w ramach prac Rady Stabilności Finansowej i IOSCO[42] koncentrujących się na przekazywaniu danych oraz zaleceniami ERRS dotyczącymi poprawy środków oceny ryzyka makroostrożnościowego[43].

Monitorowanie ryzyka systemowego i nadzór nad sektorem AFI wymaga efektywnej współpracy w zakresie nadzoru. W dyrektywie w sprawie ZAFI określono zasady dotyczące kompetencji właściwych organów krajowych oraz interakcji między nimi, przy których ważną rolę odkrywa ESMA. Chociaż dyrektywa w sprawie ZAFI zapewnia niezbędne ramy współpracy właściwych organów krajowych, nie zbadano jeszcze skuteczności przepisów.

Z drugiej strony ESMA pełni główną rolę w zwiększaniu konwergencji standardów określonych w dyrektywie w sprawie ZAFI na rynku wewnętrznym poprzez koordynację stanowisk właściwych organów krajowych. Harmonizacja formularzy i procesów oraz centralne zarządzanie bazami danych przez ESMA mogłyby jeszcze bardziej zwiększyć konwergencję we wdrażaniu i stosowaniu dyrektywy w sprawie ZAFI. Jak wyjaśniono w szczegółowej ocenie zawartej w dokumencie roboczym służb Komisji, kolejnym użytecznym narzędziem przyczyniającym się do jednolitego wdrażania i stosowania dyrektywy w sprawie ZAFI w całej Unii okazało się wydawanie wytycznych. Przykładem są

[39] Rola instytucji finansowych niebędących bankami umocniła się na rynkach kredytów lewarowanych i instrumentów typu CLO. Zob. FSB, „Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations (CLOs)", PLEN/2019/91-REV, 22 listopada 2019 r.

[40] Posiedzenie grupy ekspertów Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych (EGESC) w dniu 27 września 2019 r.

[41] Zob. przypis 12 powyżej, s. 171–172. Zob. rozdział II sekcja 2 rozporządzenia w sprawie ZAFI.

[42] Zalecenia Rady Stabilności Finansowej dotyczące polityki w zakresie przeciwdziałania strukturalnym zagrożeniom wynikającym z zarządzania aktywami, 12 stycznia 2017 r.; Sprawozdanie końcowe IOSCO w sprawie zaleceń dotyczących zarządzania ryzykiem płynności dla zbiorowych programów inwestycyjnych z lutego 2018 r.; Sprawozdanie końcowe IOSCO w sprawie zaleceń dotyczących zarządzania ryzykiem płynności dla zbiorowych programów inwestycyjnych z lutego 2018 r.

[43] Zob. przypis 19 powyżej.

tu wytyczne ESMA w sprawie przepisów dyrektywy w sprawie ZAFI dotyczących wynagrodzeń dla ZAFI[44].

Celem wprowadzenia do dyrektywy w sprawie ZAFI przepisów dotyczących wynagrodzeń jest promowanie skutecznego i należytego zarządzania ryzykiem poprzez dostosowanie zachęt płacowych do zrównoważonych wyników[45]. Zauważono, że przejście od wynagrodzenia zmiennego do stałego[46] spowodowało większą niechęć do podejmowania ryzyka w sektorze zbiorowego zarządzania inwestycjami alternatywnymi i zwiększyło ogólną świadomość, jakie powinny być dobre systemy wynagrodzeń[47]. Pomimo tej tendencji niektóre zainteresowane strony zaapelowały o dostosowanie przepisów dyrektywy w sprawie ZAFI dotyczących wynagrodzeń do podobnych systemów przewidzianych w innych przepisach sektorowych, takich jak niedawno zmieniona dyrektywa w sprawie wymogów kapitałowych (CRD)[48]. W dyrektywie tej ustanowiono dla instytucji oraz kwot wynagrodzeń progi, poniżej których mogą być one zwolnione z odroczenia płatności zmiennych.

2.4 Wpływ przepisów dotyczących inwestycji w przedsiębiorstwa prywatne oraz inwestycji w kraje rozwijające się lub na rzecz tych krajów

Przepisy dyrektywy w sprawie ZAFI dotyczące sprawozdawczości nadzorczej, depozytariuszy, zarządzania ryzykiem i wynagrodzeń nie uwzględniają jednoznacznie wszystkich cech szczególnych zarządzania inwestycjami typu *private equity*. Wymogi w zakresie przejrzystości, gdy fundusz *private equity* nabywa pakiet większościowy w spółkach prywatnych, a rezerwy na wypadek wyprzedaży aktywów nie stanowią nadmiernego obciążenia, ale nie udało się ustalić ich wartości dodanej ze względu na niedostępność danych.

Zarządzający funduszami *private equity*, którzy ze względu na wielkość zarządzanego portfela nie spełniają wymogów w zakresie parametrów regulacyjnych określonych w dyrektywie w sprawie ZAFI lub rozporządzeniu w sprawie EuVECA[49], napotykają poważne bariery we wprowadzaniu swoich funduszy do obrotu w innych państwach członkowskich[50]. W związku z tym niektóre strony twierdzą, że dyrektywę w sprawie ZAFI można by zmienić w celu lepszego uwzględnienia specyfiki sektora *private equity* poprzez zniesienie zbędnych opłat oraz wypracowanie bardziej skutecznych sposobów ochrony spółek lub emitentów nienotowanych na rynku regulowanym.

Nie ma wystarczających dowodów, które pozwoliłyby określić, jaki wpływ dyrektywa w sprawie ZAFI miała na inwestycje dokonywane w krajach rozwijających się lub na ich

[44] Wytyczne ESMA w sprawie racjonalnej polityki wynagrodzeń na podstawie dyrektywy w sprawie ZAFI, 3 lipca 2013 r., ESMA/2013/232.
[45] Istnieją pewne dowody potwierdzające skuteczność tych przepisów w zachęcaniu docelowych podmiotów do zachowań uwzględniających ryzyko.
[46] Zob. przypis 12 powyżej, ss. 188–189.
[47] Zob. przypis 12 powyżej, s. 192.
[48] Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/878 z dnia 20 maja 2019 r. zmieniająca dyrektywę 2013/36/UE w odniesieniu do podmiotów zwolnionych, finansowych spółek holdingowych, finansowych spółek holdingowych o działalności mieszanej, wynagrodzeń, środków i uprawnień nadzorczych oraz środków ochrony kapitału (Dz.U. L 150 z 7.6.2019, s. 253).
[49] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 345/2013 z dnia 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy *venture capital*.
[50] Spotkania dwustronne z zainteresowanymi stronami.

rzecz. Wydaje się jednak, że dyrektywa w sprawie ZAFI nie nakłada ograniczeń regulacyjnych, które ograniczałyby takie inwestycje.

Zgodnie z dyrektywą w sprawie ZAFI Komisja po przedłożeniu niniejszego sprawozdania współprawodawcom UE jest zobowiązana – jeżeli uzna to za stosowne – do przedstawienia wniosków, w tym proponowanych zmian do tej dyrektywy. Komisja nadal ocenia potrzebę przygotowywania dalszych wniosków w tej dziedzinie.

Należy również pamiętać o innych krokach ustawodawczych, jakie UE podjęła niedawno w sektorze zarządzania aktywami. Pakiet dotyczący transgranicznej dystrybucji funduszy inwestycyjnych przyjęto między innymi w celu zwiększenia przejrzystości w odniesieniu do opłat regulacyjnych pobieranych przez właściwe organy krajowe za przetwarzanie powiadomień AFI oraz w odniesieniu do krajowych zasad wprowadzania do obrotu[51]. Wymogi dotyczące rozdziału aktywów w przypadku, gdy utrzymywanie aktywów zostanie przekazane osobie trzeciej, poddano racjonalizacji w drodze niedawnych zmian do rozporządzenia delegowanego Komisji 231/2013[52]. Zmiany dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych przewidują, że ZAFI należący do tej samej grupy przedsiębiorstw lub konglomeratu będą musieli stosować przepisy dyrektywy w sprawie ZAFI w zakresie wynagrodzeń, co pozwoli uniknąć sytuacji, w której podlegaliby oni wielu zbiorom przepisów regulujących działalność różnych pośredników finansowych[53]. Rozporządzenie UE w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych zapewni spójność różnych ram regulacyjnych UE[54]. Niedawno zmienione rozporządzenie w sprawie europejskich funduszy *venture capital* (EuVECA) umożliwiło stosowanie oznaczeń „EuVECA" w odniesieniu do zarządzających przedsiębiorstwami zbiorowego inwestowania, którzy uzyskali zezwolenie na mocy dyrektywy w sprawie ZAFI, oraz pozwoliło na rozszerzenie parametrów inwestycyjnych[55].

Inne kwestie poruszone w niniejszym sprawozdaniu najprawdopodobniej będą jednak wymagały dalszych działań na szczeblu Unii, aby poszerzyć unijny rynek AFI i zareagować na rozwój technologiczny zapewniający adekwatność ram prawnych dyrektywy w sprawie ZAFI do istniejących potrzeb.

[51] Zob. przypis 29 powyżej.
[52] Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2018/1618 z dnia 12 lipca 2018 r. zmieniające rozporządzenie delegowane (UE) nr 231/2013 w odniesieniu do obowiązków depozytariuszy w zakresie przechowywania (Dz.U. L 271 z 30.10.2018, s. 1).
[53] Zob. przypis 48 powyżej.
[54] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych (Dz.U. L 317 z 9.12.2019, s. 1).
[55] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1991 z dnia 25 października 2017 r. zmieniające rozporządzenie (UE) nr 345/2013 w sprawie europejskich funduszy *venture capital* i rozporządzenie (UE) nr 346/2013 w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej (Dz.U. L 293 z 10.11.2017, s. 1).