KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 25.11.2021 r.
COM(2021) 738 final

SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

w sprawie funkcjonowania ram dotyczących europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych (EDFI)

SPIS TREŚCI

1. **KONTEKST** 2

2. **FUNKCJONOWANIE RAM EDFI: OCENA** 3

3. PRZEPISY DOTYCZĄCE UMARZANIA I OKRES DZIAŁALNOŚCI EDFI 5

4. MINIMALNY PRÓG DLA DOPUSZCZALNYCH AKTYWÓW INWESTYCYJNYCH 6

5. WPROWADZANIE DO OBROTU EDFI PRZEZ ZARZĄDZAJĄCYCH PODPROGOWYMI AFI 6

6. DOPUSZCZALNE AKTYWA I INWESTYCJE 7

7. PRZEPISY DOTYCZĄCE DYWERSYFIKACJI I SKŁADU PORTFELA 7

8. ZACIĄGANIE POŻYCZEK I KREDYTÓW ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH 9

9. WNIOSKI 9

1. KONTEKST

W rozporządzeniu (UE) 2015/760 w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych („rozporządzenie w sprawie EDFI")[1] ustanowiono europejskie ramy regulacyjne dla alternatywnych funduszy inwestycyjnych (AFI), które inwestują w projekty długoterminowe. Ich celem jest gromadzenie i kierowanie kapitału na europejskie inwestycje długoterminowe w gospodarkę realną oraz wspieranie unijnego celu, jakim jest inteligentny, trwały wzrost gospodarczy sprzyjający włączeniu społecznemu.

EDFI inwestują w szeroki zakres projektów, takich jak infrastruktura społeczna i transportowa, aktywa rzeczowe oraz małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP). EDFI mają ułatwiać inwestycje długoterminowe i stanowić alternatywne, pozabankowe źródło finansowania gospodarki realnej. W czerwcu 2020 r. Forum Wysokiego Szczebla ds. Unii Rynków Kapitałowych opublikowało sprawozdanie[2], w którym zaleca ukierunkowany przegląd EDFI w celu poprawy ich niskiego stopnia wykorzystania przez rynek i zwiększenia przepływu finansowania długoterminowego[3].

W zmienionym planie działania na rzecz unii rynków kapitałowych[4] uznano potrzebę wspierania finansowania długoterminowych projektów inwestycyjnych oraz udziału inwestorów detalicznych. Komisja zobowiązała się również do dokonania przeglądu rozporządzenia w sprawie EDFI[5]. Przegląd ten jest silnie powiązany z unią rynków kapitałowych, Europejskim Zielonym Ładem[6], europejską unią energetyczną[7], strategią zrównoważonego finansowania i innymi ważnymi inicjatywami UE[8]. W dniu 2 grudnia 2020 r. Rada Unii Europejskiej wezwała Komisję do dokonania przeglądu rozporządzenia w sprawie EDFI[9].

Wymóg dokonania przeglądu funkcjonowania ram regulacyjnych EDFI określono w art. 37 rozporządzenia w sprawie EDFI, zgodnie z którym w ramach przeglądu należy przeanalizować politykę umarzania, wymogi dotyczące dywersyfikacji aktywów, zakres,

[1] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/760 z dnia 29 kwietnia 2015 r. w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych (Dz.U. L 123 z 19.5.2015, s. 98).
[2] Sprawozdanie końcowe Forum Wysokiego Szczebla ds. Unii Rynków Kapitałowych – A new vision for Europe's capital markets [„Nowa wizja rynków kapitałowych Europy"]. 10 czerwca 2020 r. Źródło: https://ec.europa.eu/info/files/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en
[3] *Ibidem*, s. 12.
[4] Komunikat Komisji Europejskiej pt. „Unia rynków kapitałowych dla obywateli i przedsiębiorstw – nowy plan działania". COM(2020) 590 final. 24 września 2020 r. Źródło: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12498-Unia-rynkow-kapita%C5%82owych-dla-ludzi-i-przedsiebiorstw-nowy-plan-dzia%C5%82ania_pl
[5] *Ibidem*, s. 8 (działanie 3).
[6] Europejski Zielony Ład. Źródło: https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_pl
[7] Strategia na rzecz unii energetycznej. Źródło: https://ec.europa.eu/energy/topics/energy-strategy/energy-union_en
[8] W szczególności przegląd ram EDFI przyczyniłby się do realizacji agendy UE w zakresie zrównoważonego finansowania poprzez skierowanie finansowania na odpowiednie projekty długoterminowe, w tym poprzez możliwość propagowania celów dotyczących zrównoważonego rozwoju określonych w rozporządzeniu (UE) 2020/852 w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje (rozporządzenie UE w sprawie systematyki; Dz.U. L 198 z 22.6.2020, s. 13).
[9] W szczególności Rada apeluje do Komisji, „by priorytetowo potraktowała i przyspieszyła prace nad [...] m.in. [...] poprawą ram regulacyjnych w zakresie długoterminowych instrumentów inwestycyjnych poprzez dokonanie przeglądu rozporządzenia w sprawie europejskiego długoterminowego funduszu inwestycyjnego (EDFI), w szczególności z uwzględnieniem potrzeby wspierania pozabankowego finansowania MŚP i długoterminowych inwestycji w infrastrukturę, co jest konieczne do przejścia na zrównoważoną i cyfrową gospodarkę". Konkluzje Rady Unii Europejskiej w sprawie planu działania Komisji na rzecz unii rynków kapitałowych. 12898/1/20. ECOFIN 1023. Pkt 19 lit. e). Przyjęte w dniu 2 grudnia 2020 r. Źródło: https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-12898-2020-REV-1/pl/pdf

w jakim EDFI są wprowadzane do obrotu w Unii oraz to, czy należy uaktualniać listę dopuszczalnych aktywów i inwestycji[10].

Niniejsze sprawozdanie opiera się na doradztwie technicznym Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA)[11], badaniu źródeł wtórnych oraz informacjach zwrotnych od zainteresowanych stron uzyskanych w ramach konsultacji publicznych. Wskazano w nim szereg barier utrudniających rozwój rynku, jak również inne kwestie istotne dla funkcjonowania ram EDFI[12]. Celem sprawozdania jest poinformowanie Parlamentu Europejskiego i Rady Unii Europejskiej o kluczowych obszarach przeglądu oraz krótkie przedstawienie jego kluczowych ustaleń[13].

W kontekście przeglądu ram EDFI w niniejszym sprawozdaniu podsumowano kluczowe ustalenia oceny funkcjonowania ram regulacyjnych.

2. FUNKCJONOWANIE RAM EDFI: OCENA

Do października 2021 r. zezwolenie na prowadzenie działalności otrzymało jedynie około 57 EDFI, w ramach których zarządzano aktywami netto o wartości około 2,4 mld EUR. Zgłoszone EDFI miały siedzibę jedynie w czterech państwach członkowskich (Francja, Luksemburg, Włochy i Hiszpania). Według informacji zebranych przez ESMA, całkowita wielkość rynku EDFI wzrosła z nieco ponad 1,5 mld EUR w 2020 r. do około 2,4 mld EUR w 2021 r. Pomimo tego względnego wzrostu, w porównaniu z ogólną wielkością rynku AFI w UE, wynoszącą około 6,8 bln EUR, EDFI pozostają bardzo małym segmentem tego rynku[14].

Niska liczba EDFI, niska wartość ich aktywów netto, koncentracja geograficzna i skład portfela wskazują, że sektor EDFI jest słabo rozwinięty. W rezultacie nie wykorzystano w pełni potencjału ram EDFI pod względem wielkości (w szczególności pod względem zarządzanych aktywów i liczby funduszy) oraz zakresu (np. zakresu dopuszczalnych projektów i inwestycji)[15]. EDFI nie zyskały popularności na rynku głównym ani nie spełniły swojego potencjału w zakresie ukierunkowania finansowania kapitałowego na inwestycje długoterminowe.

2.1. Ograniczenia po stronie popytu

[10] Art. 37 ust. 2 rozporządzenia w sprawie EDFI stanowi, że „[p]o przeglądzie [...], i po konsultacjach z EUNGiPW, Komisja przedkłada Parlamentowi Europejskiemu i Radzie sprawozdanie oceniające wkład niniejszego rozporządzenia i EDFI w utworzenie unii rynków kapitałowych i stopień, w jakim przyczyniły się do osiągnięcia celów określonych w art. 1 ust. 2. Sprawozdanie przedkłada się w razie potrzeby wraz z wnioskiem ustawodawczym".

[11] *Zob.* odpowiedź ESMA do Komisji Europejskiej z dnia 3 lutego 2021 r. w sprawie funkcjonowania ram regulacyjnych EDFI. ESMA34-46-99. Źródło: https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-provides-input-commission-improvements-eltif

[12] Zob. w szczególności przegląd polityki umarzania oraz okresu działalności EDFI w sekcji 3, dywersyfikacji aktywów w sekcji 4, niektórych aspektów wprowadzania EDFI do obrotu w sekcji 5, kwalifikowalności aktywów i inwestycji w sekcji 6, dywersyfikacji i składu portfela w sekcji 7 oraz przepisy dotyczące kredytów gotówkowych w sekcji 8.

[13] W tym celu w sekcjach 2–7 podsumowano ocenę ram EDFI, przepisów dotyczących umorzeń i cyklu życia EDFI, minimalnego progu dopuszczalnych aktywów inwestycyjnych, wprowadzania EDFI do obrotu przez zarządzających podprogowymi AFI, dopuszczalnych aktywów i inwestycji, reguł dywersyfikacji i składu portfela oraz przepisów dotyczących kredytów gotówkowych.

[14] Sprawozdanie statystyczne ESMA za 2021 r. „Alternatywne fundusze inwestycyjne UE", s. 6. Źródło: https://www.esma.europa.eu/document/eu-alternative-investment-funds-2021-statistical-report (7 czerwca 2021 r.).

[15] Wszystkie fundusze miały siedzibę jedynie w czterech państwach członkowskich (Luksemburg, Francja, Włochy i Hiszpania), natomiast w żadnym z pozostałych państw członkowskich nie było krajowych EDFI. Rejestr upoważnionych EDFI. ESMA34-46-101. Źródło: https://www.esma.europa.eu/document/register-authorised-european-long-term-investment-funds-eltifs

Głównymi czynnikami powodującymi problemy po stronie popytu są przepisy, które nakładają ograniczenia i utrudniają inwestorom inwestowanie w EDFI. Obecne przepisy wydają się tworzyć niepotrzebne bariery uniemożliwiające inwestorom detalicznym wejście na rynek. Na przykład wynikający z rozporządzenia w sprawie EDFI obowiązek dokonania przez zarządzającego aktywami oceny wiedzy i doświadczenia inwestora detalicznego częściowo powiela ocenę odpowiedniości przeprowadzaną na podstawie dyrektywy 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID II)[16].

Ponadto, jak wskazano w ocenie skutków, minimalna inwestycja początkowa w wysokości 10 000 EUR oraz ograniczenie do 10 % zagregowanych inwestycji w przypadku inwestorów posiadających portfel finansowy o wartości poniżej 500 000 EUR stanowią istotną barierę dla inwestorów detalicznych[17]. Nawet jeżeli inwestor chciałby zainwestować 10 000 EUR w jeden EDFI, inwestowanie w inne EDFI i dywersyfikacja ich portfela długoterminowego mogłyby okazać się trudne, biorąc pod uwagę wymóg *zagregowango* progu 10 %[18]. Ponadto zarówno dane dotyczące ekspozycji w wysokości 500 000 EUR, jak i 10 % opierają się na oświadczeniach składanych przez inwestorów detalicznych, a zarządzający aktywami ani dystrybutorzy nie są w stanie niezależnie zweryfikować rzeczywistych ekspozycji inwestorów detalicznych.

2.2. Ograniczenia po stronie podaży

Główne czynniki powodujące problemy po stronie podaży w ramach EDFI polegają na restrykcyjnych przepisach dotyczących funduszy, które ograniczają dostępny zbiór inwestycji, struktury funduszy i strategie inwestycyjne oraz sprawiają, że zakładanie EDFI jest mniej atrakcyjne dla zarządzających aktywami.

Obecne przepisy dotyczące EDFI zawierają pewne przepisy, które wydają się uniemożliwiać zarządzającym stosowanie szerszego zakresu strategii inwestycyjnych. Ułatwienie im tego mogłoby pomóc w skierowaniu większej ilości środków finansowych na długoterminowe projekty inwestycyjne. Wydaje się zatem, że przepisy te utrudniają funkcjonowanie EDFI i sprawiają, że są one mniej atrakcyjne dla zarządzających inwestycjami niż inne konkurencyjne struktury funduszy. W rezultacie, wybierając etykietę EDFI dla narzędzia inwestycyjnego, wszyscy zarządzający alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI) muszą przestrzegać uniwersalnego zbioru przepisów dotyczących funduszy, niezależnie od docelowej grupy klientów, preferowanej strategii inwestycyjnej i profilu ryzyka bazowych aktywów portfelowych.

W tym kontekście w poradzie technicznej udzielonej Komisji w dniu 3 lutego 2021 r. ESMA uznał podstawowy konflikt ram EDFI polegający na próbie zaspokojenia potrzeb zarówno inwestorów profesjonalnych, jak i detalicznych za pomocą jednolitego zbioru przepisów. ESMA zalecił następnie przyjęcie przepisów, które wyraźniej rozróżniają EDFI

[16] Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 349, z późn. zm.

[17] Próg 10 % stosuje się na poziomie zagregowanym. Oznacza to, że całkowita (zagregowana) kwota przeznaczona przez inwestorów detalicznych na *jakiekolwiek* EDFI nie powinna przekraczać 10 % portfela inwestora w EDFI.

[18] Można sobie wyobrazić scenariusz, w którym inwestor detaliczny posiadający portfel finansowy o wartości 180 000 EUR nabył udziały lub jednostki EDFI o wartości 10 000 EUR. Obecne przepisy dotyczące EDFI uniemożliwiałyby takiemu inwestorowi nabywanie jakichkolwiek innych EDFI. Wynika to z faktu, że inwestor może w ujęciu zagregowanym nabyć 18 000 EUR lub 10 % swojego całkowitego portfela EDFI. Nabywając pierwszy EDFI, inwestor nie mógłby jednak przeznaczyć pozostałych 8 000 EUR na zakup innego EDFI ze względu na wymóg minimalnego progu inwestycyjnego w wysokości 10 000 EUR.

wprowadzane do obrotu wyłącznie wśród inwestorów profesjonalnych i EDFI wprowadzane do obrotu wśród inwestorów detalicznych.

W ocenie ram EDFI stwierdzono, że te same przepisy odnoszące się do funduszy zarówno dla inwestorów profesjonalnych, jak i detalicznych nie są w stanie sprostać szczególnym wymaganiom dwóch bardzo różnych kategorii inwestorów o różnych horyzontach czasowych, tolerancji ryzyka i potrzebach inwestycyjnych i mogą być postrzegane jako uniemożliwiające zarządzającym oferowanie produktów dostosowanych do potrzeb[19].

3. PRZEPISY DOTYCZĄCE UMARZANIA I OKRES DZIAŁALNOŚCI EDFI

Politykę umarzania EDFI określono w art. 18 rozporządzenia. Domyślna zasada funduszu stanowi, że inwestorzy EDFI nie mogą umorzyć swoich jednostek uczestnictwa lub udziałów przed końcem okresu działalności EDFI. W związku z tym standardową zasadą ram prawnych EDFI w tym obszarze jest to, że inwestorzy EDFI nie mogliby umarzać swoich jednostek uczestnictwa lub udziałów przed końcem okresu działalności EDFI.

Zarządzający aktywami mogą wprowadzać odstępstwa (zazwyczaj w regulaminach lub dokumentach założycielskich) i przewidywać możliwość umorzenia *przed* końcem okresu działalności EDFI. Takie umorzenia stanowią jednak raczej wyjątek i są dozwolone tylko wtedy, gdy spełnione są ściśle określone warunki[20].

Znaczna liczba zainteresowanych stron podniosła kwestię braku możliwości umorzenia funduszu przez inwestorów przed datą zakończenia jego działalności. Zainteresowane strony uznały to za potencjalną słabość ram prawnych EDFI i zauważyły, że może to stanowić ograniczenie dla inwestorów. Wezwały one do większej elastyczności, aby umożliwić wczesne umarzanie w trakcie okresu działalności EDFI, co uczyniłoby EDFI bardziej atrakcyjnym narzędziem inwestycyjnym.

Struktura umarzania EDFI przypomina jednak strukturę funduszy zamkniętych, które, z wyjątkiem ograniczonych okoliczności, zezwalają na umarzanie jedynie na koniec okresu działalności funduszu. To ograniczenie umorzeń jest uzasadnione niepłynnym charakterem aktywów, w które inwestuje EDFI, oraz słabą widocznością wartości godziwej inwestycji w sposób ciągły. Zwykle wartość godziwa może być określona dopiero w momencie wycofywania się z inwestycji.

Rozporządzenie w sprawie EDFI zawiera również przepis dotyczący obrotu na rynku wtórnym[21]. Ma on na celu zagwarantowanie, że blokada na cały okres działalności funduszu oraz brak praw do umorzenia przed końcem działalności funduszu nie uniemożliwiają EDFI

[19] Ponadto uczestnictwo inwestorów detalicznych w EDFI może prowadzić do większych obciążeń administracyjnych i kosztów związanych z wprowadzaniem EDFI do obrotu wśród inwestorów detalicznych w porównaniu z EDFI wprowadzanymi do obrotu wyłącznie wśród inwestorów profesjonalnych. Chociaż obciążenia te mogą wydawać się w praktyce obciążeniami administracyjnymi (wymóg dotyczący dokumentu zawierającego kluczowe informacje, dwutygodniowe prawo do wycofania się bez kary, dodatkowe procedury i personel do rozpatrywania ewentualnych skarg inwestorów detalicznych itp.), uznano, że odpowiednie przepisy zmniejszają atrakcyjność EDFI wprowadzanych do obrotu wyłącznie wśród inwestorów profesjonalnych.

[20] Zob. art. 18 ust. 2 rozporządzenia w sprawie EDFI. W tym celu ESMA powierzono obowiązek opracowania projektu regulacyjnych standardów technicznych określających okoliczności, w których okres działalności EDFI uznaje się za wystarczająco długi, aby objąć cykl życia każdego składnika aktywów EDFI.

[21] Art. 19 ust. 1 i 2 stanowi, że „[r]egulamin lub dokumenty założycielskie EDFI nie mogą uniemożliwiać dopuszczenia jednostek uczestnictwa lub udziałów w EDFI do obrotu na rynku regulowanym lub na wielostronnych platformach obrotu". Ponadto „[r]egulamin lub dokumenty założycielskie EDFI nie mogą uniemożliwiać inwestorom swobodnego przenoszenia ich jednostek uczestnictwa lub udziałów na rzecz stron trzecich innych niż zarządzający EDFI".

ubiegania się o dopuszczenie jego jednostek uczestnictwa lub udziałów do obrotu na rynku regulowanym lub na wielostronnej platformie obrotu. Przepis ten umożliwia również inwestorom sprzedaż ich jednostek uczestnictwa lub udziałów przed zakończeniem okresu działalności EDFI na rynku wtórnym.

W tym kontekście przepisy rozporządzenia w sprawie EDFI stanowią podstawę do zapewnienia zarządzającym funduszami większej swobody w podejmowaniu decyzji o tworzeniu EDFI z prawem lub bez prawa do umorzenia, zgodnie z wcześniej określoną strategią inwestycyjną danego EDFI. Takie strategie inwestycyjne mogłyby również wykorzystywać przepisy dotyczące EDFI umożliwiające obrót wtórny udziałami lub jednostkami uczestnictwa w EDFI, takie jak mechanizm okna płynnościowego dopasowujący wnioski o subskrypcję składane przez nowych inwestorów do wniosków o umorzenie składanych przez wychodzących z EDFI inwestorów.

4. MINIMALNY PRÓG DLA DOPUSZCZALNYCH AKTYWÓW INWESTYCYJNYCH

Art. 13 ust. 1 rozporządzenia w sprawie EDFI stanowi, że EDFI powinien inwestować co najmniej 70 % swojego kapitału w dopuszczalne aktywa inwestycyjne. Próg ten wprowadzono, aby zapewnić wyraźne ukierunkowanie na inwestycje długoterminowe oraz aby zapewnić stałą koncentrację na inwestorach detalicznych, którzy w przeciwnym razie mogliby nie być zaznajomieni z mniej konwencjonalnymi strategiami inwestycyjnymi.

Niektóre zainteresowane strony uznały próg 70 % za nadmiernie wysoki. Zdaniem wielu zainteresowanych stron obniżenie tego progu pozwoliłoby EDFI na realizowanie bardziej zróżnicowanych strategii inwestycyjnych.

Mniejszość zainteresowanych stron uznała obecny próg dla dopuszczalnych aktywów za odpowiedni. Ich zdaniem celem ram EDFI jest wspieranie inwestycji długoterminowych i koncentrowanie się na aktywach niepłynnych.

W tym kontekście należy poważnie rozważyć stosowność obniżenia i kalibracji minimalnych progów dla dopuszczalnych inwestycji w EDFI w celu wspierania profili płynności EDFI i zwiększenia elastyczności zarządzających EDFI w odniesieniu do wykonywania ich strategii inwestycyjnych.

5. WPROWADZANIE DO OBROTU EDFI PRZEZ ZARZĄDZAJĄCYCH PODPROGOWYMI AFI

W art. 37 ust. 1 lit. c) rozporządzenia w sprawie EDFI nakłada się na Komisję obowiązek oceny zakresu, w jakim EDFI są wprowadzane do obrotu w Unii, w tym, czy zarządzający podprogowymi AFI, o których mowa w art. 3 ust. 2 dyrektywy w sprawie ZAFI, mogą być zainteresowani wprowadzaniem do obrotu EDFI.

Kilka zainteresowanych stron było zdania, że ramy regulacyjne EDFI *raczej* nie są odpowiednie dla zarządzających podprogowymi AFI. Te zainteresowane strony poparły swój pogląd, powołując się na złożoność i wymogi operacyjne, w tym obawy dotyczące ochrony inwestorów, a także fakt, że wymagałyby one od ZAFI spełnienia wszystkich wymogów określonych w dyrektywie w sprawie ZAFI, co mogłoby okazać się zbyt uciążliwe dla tych zarządzających.

Niektóre zainteresowane strony wyraziły pogląd, że przepisy UE zawarte w dyrektywie w sprawie ZAFI poniżej progów określonych w art. 3 ust. 2 nie są zharmonizowane, co oznacza, że zwiększenie możliwości wystawiania paszportów w odniesieniu do AFI lub EDFI zarządzanych przez ZAFI poniżej tych progów spowodowałoby poważne problemy z zapewnieniem równych warunków działania i utorowałoby drogę arbitrażowi regulacyjnemu. W opinii tych zainteresowanych stron ułatwienie wprowadzania EDFI do obrotu przez ZAFI, o których mowa w art. 3 ust. 2 dyrektywy w sprawie ZAFI, nie powinno być w ogóle priorytetem.

6. DOPUSZCZALNE AKTYWA I INWESTYCJE

W przepisach dotyczących EDFI odnoszących się do dopuszczalnych aktywów i inwestycji określono jasne kategorie aktywów, które kwalifikują się do inwestowania przez EDFI, aby zagwarantować, że fundusze nie będą angażować się w transakcje finansowe, które mogą powodować ryzyko większe niż można by oczekiwać od funduszu ukierunkowanego na inwestycje długoterminowe.

Ponadto przepisy rozporządzenia EDFI wyraźnie koncentrują się na inwestycjach długoterminowych i określają zestaw warunków i ograniczeń uniemożliwiających EDFI angażowanie się w strategie inwestycyjne, które nie zostałyby zakwalifikowane jako czysto „długoterminowe", takie jak zakaz inwestowania w finansowe instrumenty pochodne do celów innych niż zabezpieczenie przed ryzykiem, zakaz inwestowania w „przedsiębiorstwa finansowe", wyłączenie towarów i inwestycji „spekulacyjnych".

W tym kontekście zainteresowane strony zdecydowanie opowiedziały się za rozszerzeniem zakresu dopuszczalnych aktywów inwestycyjnych w sposób, który jest zarówno odpowiedni dla optymalnej realizacji strategii inwestycyjnych przez zarządzających EDFI, jak i spójny z podstawowymi celami zrównoważonego wzrostu w perspektywie długoterminowej.

Zainteresowane strony wezwały również do zapewnienia większej pewności prawa i elastyczności w zakresie ułatwiania strategii fundusz funduszy, kryteriów inwestowania w przedsiębiorstwa z państw trzecich, włączenia „przedsiębiorstw finansowych", szerszego zakresu „aktywów rzeczowych" oraz kalibracji niektórych progów liczbowych określonych w rozporządzeniu w sprawie EDFI, takich jak próg kapitalizacji rynkowej wynoszący 500 mln EUR w przypadku przedsiębiorstw notowanych na giełdzie oraz próg wynoszący 10 mln EUR w przypadku aktywów rzeczowych. W opinii znacznej liczby zainteresowanych stron szerszy zakres i większa jasność prawa w odniesieniu do dopuszczalności aktywów i inwestycji sprawiłyby, że ramy prawne EDFI byłyby bardziej atrakcyjne dla zarządzających aktywami.

W tym kontekście wydaje się, że należy dokonać przeglądu zakresu dopuszczalnych aktywów i inwestycji, tak aby zarządzający EDFI mogli realizować szerszy zakres strategii inwestycyjnych dostosowanych do warunków rynkowych, wiedzy specjalistycznej w zakresie inwestycji oraz zapotrzebowania inwestorów.

7. PRZEPISY DOTYCZĄCE DYWERSYFIKACJI I SKŁADU PORTFELA

Rozporządzenie w sprawie EDFI zawiera szczegółowe wymogi dotyczące składu i dywersyfikacji portfela. Przepisy te wprowadzono w celu ograniczenia podejmowania

ryzyka przez EDFI oraz zmniejszenia ryzyka kontrahenta poprzez nałożenie wyraźnych wymogów dotyczących dywersyfikacji.

W art. 13 ust. 2 określono, że EDFI nie może inwestować więcej niż: 10 % swojego kapitału w instrumenty wyemitowane przez jakiekolwiek jedno kwalifikowalne przedsiębiorstwo portfelowe lub pożyczki udzielone jakiemukolwiek jednemu kwalifikowalnemu przedsiębiorstwu portfelowemu; 10 % swojego kapitału pośrednio lub bezpośrednio w pojedyncze aktywa rzeczowe; 10 % swojego kapitału w jednostki uczestnictwa lub udziały w jakimkolwiek jednym EDFI, europejskim funduszu *venture capital* (EuVECA) lub europejskim funduszu na rzecz przedsiębiorczości społecznej (EuSEF); oraz 5 % swojego kapitału w aktywa, o których mowa w dyrektywie 2009/65/WE odnoszącej się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS)[22], w przypadku gdy aktywa te zostały wyemitowane przez jeden podmiot.

Zagregowana wartość jednostek uczestnictwa lub udziałów w EDFI, EuVECA i EuSEF w portfelu EDFI nie może przekraczać 20 % wartości kapitału tego EDFI. W rozporządzeniu określono również szczegółowe przepisy mające na celu ograniczenie swobody decyzyjnej zarządzających EDFI w zakresie odstępstw od warunków dywersyfikacji i wag aktywów.

Ogólnie rzecz biorąc, zainteresowane strony stwierdziły, że wolałyby mniej wymogów regulacyjnych i więcej elastyczności w zakresie składu i dywersyfikacji portfela. Na ogół krytykowano wymóg, zgodnie z którym nie wolno inwestować więcej niż 10 % kapitału EDFI w jakikolwiek inny pojedynczy EDFI, EuVECA lub EuSEF, co uniemożliwia EDFI realizowanie strategii fundusz funduszy. Zainteresowane strony zdecydowanie twierdziły, że inwestowanie za pośrednictwem funduszu funduszy zapewni inwestorom wyższy poziom dywersyfikacji, niższą zmienność oraz dodatkowy poziom kontroli i dywersyfikacji. Takie zainteresowane strony postrzegały dostęp EDFI do strategii inwestycyjnych fundusz funduszy jako wymierną zaletę ram EDFI i wyraziły pogląd, że w skuteczny sposób można zapewnić ochronę inwestorom, np. przed możliwością nakładania opłat.

Wyrażono ogólne poparcie dla zniesienia limitów koncentracji w strukturach funduszu funduszy w celu promowania szerszego wyboru stylów inwestycyjnych dla inwestorów, bez zmniejszania dywersyfikacji aktywów bazowych. Ograniczenie kapitałowe w wysokości 10 % uznano za wyzwanie, zwłaszcza w okresie początkowym.

Co ważne, uczestnicy sektora wyraźnie nalegali, aby nie nakładać żadnych szczególnych wymogów dotyczących dywersyfikacji na EDFI sprzedawane wyłącznie inwestorom profesjonalnym. Większość respondentów zaproponowała zwiększenie limitów dywersyfikacji do 20 %. Ponadto 25-procentowy współczynnik koncentracji uznano również za zbyt restrykcyjny, biorąc pod uwagę, że zarządzający aktywami tworzą czasem struktury, w ramach których mogą być jedynym lub głównym inwestorem w innym funduszu. Niektóre zainteresowane strony były zdania, że obecne przepisy dotyczące dywersyfikacji są odpowiednie dla EDFI wprowadzanych do obrotu wśród inwestorów detalicznych. Wydaje się jednak, że są one zbyt rygorystyczne w porównaniu z innymi AFI wprowadzanymi do obrotu wśród inwestorów profesjonalnych.

W tym kontekście należy poważnie rozważyć możliwość zróżnicowania wymogów dotyczących składu portfela i dywersyfikacji, jak również limitów koncentracji,

[22] Dz.U. L 302 z 17.11.2009, s. 32, z późn. zm.

w odniesieniu do EDFI wprowadzanych do obrotu wyłącznie wśród inwestorów profesjonalnych oraz EDFI wprowadzanych do obrotu wśród inwestorów detalicznych.

8. ZACIĄGANIE POŻYCZEK I KREDYTÓW ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH

Większość zainteresowanych stron wezwała do zwiększenia limitów dźwigni finansowej lub zniesienia progu dźwigni finansowej wynoszącego 30 % oraz do dostosowania ram prawnych EDFI do ram prawnych dyrektywy w sprawie ZAFI. Uważają one, że ta zwiększona elastyczność zwiększy zdolność EDFI do wspierania finansowania aktywów (w szczególności aktywów MŚP) i poprawi rentowność funduszy. Twierdzono, że ograniczenie w zakresie zaciągania pożyczek i kredytów do 30 % jest niekorzystne w porównaniu z innymi funduszami detalicznymi (w tym UCITS podlegającymi regulacji produktowej, które mogą osiągnąć dźwignię finansową w wysokości do 100 % swoich aktywów).

Niektóre zainteresowane strony wezwały do zwiększenia całkowitej dozwolonej dźwigni finansowej EDFI do co najmniej 100 %, przy czym EDFI dostępne wyłącznie dla inwestorów instytucjonalnych mogłyby przekroczyć ten próg, o ile spełnią warunki dotyczące strategii inwestycyjnej, zarządzania, bazy inwestorów i nadzoru.

Kilka zainteresowanych stron było zdania, że nawet w przypadku zwiększenia limitów zaciągania pożyczek i kredytów, takie zwiększenie nie będzie automatycznie równoznaczne ze zwiększonym ryzykiem dla inwestorów.

Ogólnie rzecz biorąc, istnieją istotne dowody na to, że zwiększenie limitów zaciągania pożyczek i kredytów wydaje się uzasadnione i nie stworzyłoby dodatkowego ryzyka systemowego, ponieważ EDFI ma długoterminową strategię inwestycyjną i ograniczone możliwości umarzania.

9. WNIOSKI

Ramy regulacyjne EDFI poddano przeglądowi w związku z potrzebą oceny niskiego poziomu upowszechnienia EDFI oraz zapewnienia, aby funkcjonowanie ram EDFI w sposób ciągły spełniało cele rozporządzenia w sprawie EDFI. W rozporządzeniu w sprawie EDFI określono szereg celów, w tym ukierunkowanie przepływów kapitału na inwestycje w gospodarkę realną, zapewnienie produktu AFI dostępnego dla inwestorów detalicznych o długoterminowych potrzebach inwestycyjnych oraz ustanowienie ogólnounijnego paszportu dla wprowadzania EDFI do obrotu. W tym kontekście Komisja przeprowadziła szczegółową ocenę, aby zbadać, w jakim stopniu obecne przepisy dotyczące EDFI spełniły swoje podstawowe cele, a w szczególności, czy były one skuteczne, efektywne, spójne i odpowiednie oraz czy przyniosły wartość dodaną UE.

Aby sfinansować długoterminowe inwestycje w gospodarce europejskiej, rządy i przedsiębiorstwa potrzebują dostępu do przewidywalnego finansowania długoterminowego. Dostępność takiego finansowania zależy od zdolności systemu finansowego do bezpiecznego i skutecznego kierowania oszczędności rządów, przedsiębiorstw i gospodarstw domowych na właściwe inwestycje za pośrednictwem otwartych i konkurencyjnych rynków. EDFI mogą odegrać kluczową rolę w tej dziedzinie, zapewniając specjalny produkt inwestycyjny służący pozyskaniu kapitału na finansowanie projektów w takich obszarach jak infrastruktura transportowa, wytwarzanie lub dystrybucja zrównoważonej energii, infrastruktura społeczna (np. mieszkania dla seniorów lub szpitale) oraz wprowadzanie nowych technologii

i systemów, które ograniczają zużycie zasobów i energii oraz wspierają rozwój europejskiego sektora MŚP.

W trakcie oceny ram regulacyjnych EDFI zgromadzono wystarczające dowody na to, że interwencja polityczna i ukierunkowany przegląd rozporządzenia w sprawie EDFI są uzasadnione, aby zapewnić skierowanie większej liczby inwestycji w stronę przedsiębiorstw potrzebujących kapitału oraz długoterminowych projektów inwestycyjnych. Przegląd ten miałby na celu zwiększenie upowszechnienia EDFI z korzyścią dla gospodarki Unii i inwestorów. To z kolei wsparłoby dalszy rozwój unii rynków kapitałowych, której celem jest również ułatwienie przedsiębiorstwom z UE dostępu do bardziej stabilnego i zróżnicowanego finansowania długoterminowego.