EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Brüsszel, 2021.11.25.
COM(2021) 738 final

A BIZOTTSÁG JELENTÉSE AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK ÉS A TANÁCSNAK

az európai hosszú távú befektetési alapok (EHTBA-k) keretének működéséről

TARTALOMJEGYZÉK

1. **HÁTTÉR** 2

2. **AZ EHTBA-KERET MŰKÖDÉSE: ÉRTÉKELÉS** 3

3. **VISSZAVÁLTÁSSAL KAPCSOLATOS RENDELKEZÉSEK ÉS AZ EHTBA-K ÉLETCIKLUSA** 5

4. **AZ ELFOGADHATÓ BEFEKTETÉSI ESZKÖZÖKRE VONATKOZÓ MINIMÁLIS KÜSZÖBÉRTÉK** 6

5. **EHTBA-K KÜSZÖBÉRTÉK ALATTI ABA-KAT KEZELŐK ÁLTALI FORGALMAZÁSA** 6

6. **ELFOGADHATÓ ESZKÖZÖK ÉS BEFEKTETÉSEK** 7

7. **DIVERZIFIKÁCIÓRA ÉS A PORTFÓLIÓ-ÖSSZETÉTELRE VONATKOZÓ SZABÁLYOK** 7

8. **KÉSZPÉNZKÖLCSÖN FELVÉTELE** 9

9. **KÖVETKEZTETÉSEK** 9

1. HÁTTÉR

Az európai hosszú távú befektetési alapokról szóló (EU) 2015/760 rendelet (a továbbiakban: EHTBA-rendelet)[1] létrehozza a hosszú távú projektekbe befektető alternatív befektetési alapok (ABA-k) európai szabályozási keretét. Ezek célja az, hogy tőkét teremtsenek elő és biztosítsanak a reálgazdaságba irányuló európai hosszú távú befektetések számára, valamint hogy előmozdítsák az Unió intelligens, fenntartható és inkluzív növekedésre irányuló célkitűzését.

Az EHTBA-k projektek széles körébe fektetnek be, például szociális és közlekedési infrastruktúrába, reáleszközökbe, valamint kis- és középvállalkozásokba (kkv-k). Az EHTBA-k célja a hosszú távú befektetések elősegítése és alternatív, nem banki finanszírozási forrás biztosítása a reálgazdaság számára. 2020 júniusában a tőkepiaci unióval foglalkozó magas szintű fórum jelentést[2] tett közzé, amelyben az EHTBA-k célzott felülvizsgálatát javasolta az alapok csekély piaci elterjedtségének javítása és a hosszú távú finanszírozás áramlásának növelése érdekében[3].

A tőkepiaci unióra vonatkozó felülvizsgált cselekvési terv[4] elismeri, hogy támogatni kell a hosszú távú befektetési projektek finanszírozását és a lakossági befektetők részvételét. A Bizottság kötelezettséget vállalt az EHTBA-rendelet felülvizsgálatára is[5]. Ez a felülvizsgálat szorosan kapcsolódik a tőkepiaci unióhoz, az európai zöld megállapodáshoz[6], az európai energiaunióhoz[7], a fenntartható finanszírozási stratégiához és más fontos uniós kezdeményezésekhez[8]. Az Európai Unió Tanácsa 2020. december 2-án felkérte a Bizottságot az EHTBA-rendelet felülvizsgálatára[9].

Az EHTBA szabályozási kerete működésének felülvizsgálatára vonatkozó követelményt az EHTBA-rendelet 37. cikke állapítja meg, amely előírja, hogy a felülvizsgálat keretében a Bizottság elemzi a visszaváltási politikákat, az eszközdiverzifikációs követelményeket, az EHTBA-k Unión belüli forgalmazásának mértékét, valamint azt, hogy kell-e frissíteni az elfogadott eszközök és befektetések listáját[10].

---

[1] Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2015/760 rendelete (2015. április 29.) az európai hosszú távú befektetési alapokról (HL L 123., 2015.5.19., 98. o.).

[2] A tőkepiaci unióval foglalkozó magas szintű fórum zárójelentése – Az európai tőkepiacok új jövőképe. 2020. június 10. Forrás: https://ec.europa.eu/info/files/200610-cmu-high-level-forum-final-report_hu

[3] Uo., 12. o.

[4] Az Európai Bizottság közleménye: Tőkepiaci unió a polgárok és a vállalkozások számára – új cselekvési terv, COM(2020) 590 final. 2020. szeptember 24. Forrás: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12498-Tokepiaci-unio-a-polgarok-es-a-vallalkozasok-szamara-uj-cselekvesi-terv_hu

[5] Uo., 8. oldal (3. intézkedés).

[6] Európai zöld megállapodás. Forrás: https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_hu

[7] Az energiaunióra vonatkozó stratégia. Forrás: https://ec.europa.eu/energy/topics/energy-strategy/energy-union_hu

[8] Az EHTBA-keret felülvizsgálata nevezetesen azáltal járulna hozzá a fenntartható finanszírozásra vonatkozó uniós menetrendhez, hogy a finanszírozást az érintett hosszú távú projektekhez irányítaná, és többek között segítheti a fenntartható befektetések előmozdítását célzó keret létrehozásáról szóló (EU) 2020/852 rendelet (az uniós taxonómiáról szóló rendelet HL L 198., 2020.6.22., 13. o.) fenntarthatósági célkitűzéseinek elérését.

[9] Konkrétabban a Tanács szorgalmazta, hogy a Bizottság „*[…] kezelje prioritásként és gyorsítsa fel az alábbiakkal kapcsolatos munkát: […] a hosszú távú befektetési eszközökre vonatkozó szabályozási keret javítása az európai hosszú távú befektetési alapokról (EHTBA) szóló rendelet felülvizsgálatával, aminek során különös figyelmet kell fordítani arra, hogy támogatni kell a kkv-k nem banki forrásokból történő finanszírozását és az infrastruktúrába való hosszú távú beruházást, ami a fenntartható és digitális gazdaságra való átálláshoz szükséges*”. Az Európai Unió Tanácsának következtetései a Bizottság tőkepiaci unióra vonatkozó cselekvési tervéről. 12898/1/20. ECOFIN 1023. 19. pont e) alpont. Elfogadás dátuma: 2020. december 2. Forrás: https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-12898-2020-REV-1/hu/pdf

[10] Az EHTBA-rendelet 37. cikkének (2) bekezdése megállapítja, hogy „*A […] felülvizsgálatot követően, és az ESMA-val való konzultációt követően a Bizottság jelentést nyújt be az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak, amelyben értékeli e*

Ez a jelentés az Európai Értékpapírpiaci Hatóság (ESMA) szaktanácsán[11], másodelemzésen és az érdekelt felek nyilvános konzultációból származó visszajelzésein alapul. Számos, a piaci növekedés útjában álló akadályt azonosít, valamint az EHTBA keretének működésével kapcsolatos egyéb problémákat is[12]. A jelentés célja, hogy tájékoztassa az Európai Parlamentet és az Európai Unió Tanácsát a felülvizsgálat legfontosabb területeiről, valamint hogy röviden ismertesse annak főbb megállapításait[13].

Az EHTBA-keret felülvizsgálatának összefüggésében ez a jelentés a szabályozási keret működésének értékelése során tett fő megállapításokat foglalja össze.

2. AZ EHTBA-KERET MŰKÖDÉSE: ÉRTÉKELÉS

2021 októberéig mindössze 57 EHTBA működését engedélyezték, amelyek mintegy 2,4 milliárd EUR nettó eszközállományt kezelnek. A bejelentett EHTBA-k mindössze négy tagállamban rendelkeztek székhellyel (Franciaország, Luxemburg, Olaszország és Spanyolország). Az ESMA által összegyűjtött információk szerint az EHTBA-piac teljes mérete a 2020. évi valamivel több mint 1,5 milliárd EUR-ról 2021-re mintegy 2,4 milliárd EUR-ra nőtt. E viszonylagos növekedés ellenére az uniós ABA-piac mintegy 6,8 billió EUR-s teljes méretéhez képest az EHTBA-k ennek nagyon kis szegmensét képezik[14].

Az EHTBA-k alacsony száma, csekély nettó eszközállománya, földrajzi koncentrációja és portfólió-összetétele azt jelzi, hogy az EHTBA-ágazat fejletlen. Ennek következtében nem váltak valóra teljes mértékben az EHTBA-kerettel kapcsolatos elképzelések a nagyságrend (különösen a kezelt eszközök és az alapok száma) és a hatókör (pl. az elfogadható projektek és befektetések köre) tekintetében[15]. Az EHTBA-k piaci jelenléte nem vált általánossá, és nem merítették ki a bennük rejlő arra irányuló potenciált, hogy tőkefinanszírozást biztosítsanak hosszú távú befektetésekhez.

2.1. Keresletoldali korlátozások

A keresletoldali problémák elsősorban azokból a szabályokból erednek, amelyek korlátozásokat írnak elő és megnehezítik a befektetők számára, hogy EHTBA-kba

---

rendeletnek és az EHTBA-knak a tőkepiaci unió megvalósításában és az 1. cikk (2) bekezdésében meghatározott célkitűzések teljesítésében játszott szerepét. A jelentést adott esetben jogalkotási javaslattal együtt kell benyújtani."

[11] Lásd az ESMA-nak az Európai Bizottsághoz intézett, az EHTBA szabályozási keretének működéséről szóló, 2021. február 3-i válaszát. ESMA34-46-99. Forrás: https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-provides-input-commission-improvements-eltif

[12] Lásd különösen az EHTBA-k visszaváltási politikájának és életciklusának elemzését a 3. szakaszban, az eszközdiverzifikációt a 4. szakaszban, az EHTBA-k forgalmazásának bizonyos szempontjait az 5. szakaszban, az eszközök és befektetések elfogadhatóságát a 6. szakaszban, a diverzifikációt és a portfólió-összetételt a 7. szakaszban, valamint a készpénzkölcsön felvételére vonatkozó rendelkezéseket a 8. szakaszban.

[13] E célból a 2–7. szakasz összefoglalja a következők értékelését: az EHTBA-keret, a visszaváltással kapcsolatos rendelkezések és az EHTBA-k életciklusa, az elfogadott befektetési eszközökre vonatkozó minimális küszöbérték, az EHTBA-k küszöbérték alatti alternatív befektetési alapokat (ABA-k) kezelők általi forgalmazása, az elfogadott eszközök és befektetések, a diverzifikációra és a portfólió-összetételre vonatkozó szabályok, valamint a készpénzkölcsön felvételére vonatkozó rendelkezések.

[14] ESMA, 2021. évi statisztikai jelentés. Uniós alternatív befektetési alapok, 6. oldal. Forrás: https://www.esma.europa.eu/document/eu-alternative-investment-funds-2021-statistical-report (2021. június 7.).

[15] Az alapok mindössze négy tagállamban rendelkeztek székhellyel (Luxemburg, Franciaország, Olaszország és Spanyolország), míg a többi tagállam egyike sem rendelkezett nemzeti EHTBA-val. Az engedélyezett EHTBA-k nyilvántartása. ESMA34-46-101. Forrás: https://www.esma.europa.eu/document/register-authorised-european-long-term-investment-funds-eltifs

fektessenek be. Úgy tűnik, hogy a jelenleg hatályos szabályok szükségtelen akadályokat gördítenek a lakossági befektetők piacra lépése elé. Például az EHTBA-rendelet szerinti azon kötelezettség, hogy az eszközkezelőnek értékelnie kell a lakossági befektető ismereteit és tapasztalatát, részben megkettőzi a pénzügyi eszközök piacairól szóló 2014/65/EU irányelv (MiFID II irányelv)[16] szerinti alkalmassági értékelést.

Továbbá, amint az a hatásvizsgálatban is szerepel, a kezdeti befektetés minimum 10 000 EUR-s összege és az 500 000 EUR-nál kisebb összegű pénzügyi portfólióval rendelkező befektetők által befektetett teljes összegre vonatkozó 10 %-os korlátozás jelentős akadályt jelent a lakossági befektetők számára[17]. Még ha egy befektető be is kíván fektetni 10 000 EUR-t egyetlen EHTBA-ba, a más EHTBA-kba történő befektetés és a befektetők hosszú távú portfóliójának diverzifikálása nehéznek bizonyulhat, tekintettel a 10 %-os *összesített* határértékre vonatkozó követelményre[18]. Emellett mind az 500 000 EUR, mind a 10 % kitettségi adat a lakossági befektetők saját jelentésein alapul, és az eszközkezelők vagy -forgalmazók nem tudják függetlenül ellenőrizni a lakossági befektetők valós kitettségeit.

2.2. Kínálatoldali korlátozások

Az EHTBA-keret kínálatoldali problémáinak fő mozgatórugói az alapokra vonatkozó korlátozó szabályok, amelyek korlátozzák a rendelkezésre álló befektetési lehetőségeket, az alapok struktúráit és a befektetési stratégiákat, és kevésbé vonzóvá teszik az eszközkezelők számára az EHTBA-k létrehozását.

Az EHTBA-alapok jelenlegi szabályai tartalmaznak olyan rendelkezéseket, amelyek a jelek szerint megakadályozzák, hogy a kezelők befektetési stratégiák szélesebb körét alkalmazzák. Ha ezt megkönnyítenék számukra, az segíthetne abban, hogy több finanszírozást irányítsanak a hosszú távú befektetési projektekhez. Úgy tűnik tehát, hogy ezek a rendelkezések hátrányosan befolyásolják az EHTBA-k működését, és a versenyben részt vevő többi alap struktúrájával összehasonlítva kevésbé vonzóvá teszik őket a befektetéskezelő számára. Ennek eredményeként egy befektetési eszköz EHTBA-címkéjének kiválasztásakor valamennyi ABA-kezelőnek az alapra vonatkozó „univerzális” szabályoknak kell megfelelnie, függetlenül a megcélzott ügyfélcsoporttól, az előnyben részesített befektetési stratégiától, és a mögöttes portfólióeszközök kockázati profiljától.

Ebben az összefüggésben a Bizottsághoz intézett 2021. február 3-i szaktanácsában az ESMA elismerte az EHTBA-keret abban rejlő mögöttes ellentmondásosságát, hogy az mind a szakmai, mind a lakossági befektetők igényeit egy egységes szabálykönyvvel próbálja kielégíteni. Az ESMA ezt követően olyan szabályokat javasolt, amelyek egyértelműbb különbséget tesznek a kizárólag szakmai befektetők számára forgalmazott EHTBA-k és a lakossági befektetők számára forgalmazott EHTBA-k között.

[16] HL L 173., 2014.6.12., 349. o., a módosítások szerint.

[17] A 10 %-os határértéket összevont szinten alkalmazzák. Ez azt jelenti, hogy a lakossági befektetők által *bármely* EHTBA-nak allokált teljes (összesített) összeg nem haladhatja meg a befektető portfóliójának 10 %-át.

[18] Elképzelhető egy olyan forgatókönyv, hogy egy 180 000 EUR-s pénzügyi portfólióval rendelkező lakossági befektető 10 000 EUR értékben EHTBA-részvényt vagy befektetési jegyet szerzett. Az ilyen befektetőt az EHTBA jelenleg hatályos szabályzata akadályozná abban, hogy más EHTBA-kba fektessen be. Ennek az az oka, hogy a befektető összesen 18 000 EUR értékben vagy teljes portfóliójának 10 %-áig vásárolhat az EHTBA-k részvényeiből vagy befektetési jegyeiből. Az első EHTBA-ba való befektetés azonban a befektetésijegy-vásárlásra vonatkozó 10 000 EUR-s minimumkövetelmény miatt akadályozná a befektetőt abban, hogy a fennmaradó 8 000 EUR-t egy másik EHTBA-ba fektesse be.

Az EHTBA-keret értékelése megállapította, hogy az alapokra vonatkozó, a szakmai és lakossági befektetők esetében egyaránt azonos szabályok nem képesek kielégíteni a két nagyon különböző – eltérő időhorizontokkal, kockázati toleranciával és befektetési szükségletekkel rendelkező – befektetői kategória sajátos igényeit, továbbá úgy tekinthetők, mint amelyek megakadályozzák a kezelőket abban, hogy személyre szabott termékeket kínáljanak[19].

3. VISSZAVÁLTÁSSAL KAPCSOLATOS RENDELKEZÉSEK ÉS AZ EHTBA-K ÉLETCIKLUSA

Az EHTBA visszaváltási politikáit a rendelet 18. cikke határozza meg. Az alapokra vonatkozó főszabály szerint az EHTBA befektetői nem válthatják vissza befektetési jegyeiket és részvényeiket az EHTBA életciklusának vége előtt. E célból az EHTBA jogi keretének általános szabálya e területen az, hogy az EHTBA befektetői nem válthatják vissza befektetési jegyeiket és részvényeiket az EHTBA életciklusának vége előtt.

Az eszközkezelők meghatározhatnak eltéréseket (jellemzően a szabályzatban vagy létesítő okiratban), és rendelkezhetnek az EHTBA életciklusának vége *előtti* esetleges visszaváltásokról. Az ilyen visszaváltások azonban inkább kivételnek minősülnek, és csak szigorú feltételek teljesülése esetén megengedettek[20].

Az érdekelt felek jelentős része felvetette azt a problémát, hogy a befektetők nem válthatják vissza a befektetési jegyeiket az alapok életciklusának vége előtt. Az érdekelt felek szerint ez az EHTBA-keret gyenge pontja lehet, és megjegyezték, hogy ez korlátot jelenthet a befektetők számára. Nagyobb rugalmasságra szólítottak fel annak érdekében, hogy lehetővé váljon az EHTBA életciklusa alatti, lejárat előtti visszaváltás, és ezáltal az EHTBA befektetési eszközként vonzóbbá váljon.

Az EHTBA-k visszaváltási struktúrája azonban a zárt végű alapokéra emlékeztet, amelyek meghatározott körülményektől eltekintve csak az alap életciklusának végén teszik lehetővé a visszaváltást. A visszaváltások korlátozását azoknak az eszközöknek az illikvid jellege indokolja, amelyekbe az EHTBA-kat befektetik, valamint az, hogy a befektetések valós értékének folyamatos láthatósága gyenge. A valós érték általában csak a tőkekivonás időpontjában határozható meg.

Az EHTBA-rendelet a másodlagos piaci kereskedésre vonatkozó rendelkezést is tartalmaz[21]. A cél annak biztosítása, hogy az életciklus alatti zárolás és a visszaváltási jogoknak az alap életciklusának vége előtti hiánya ne akadályozza az EHTBA befektetési jegyeinek vagy részvényeinek szabályozott piacra vagy multilaterális kereskedési rendszerbe történő bevezetését. A rendelkezés azt is lehetővé teszi a befektetők számára, hogy befektetési

[19] Emellett a lakossági befektetők EHTBA-kban való részesedése magasabb adminisztratív terhekhez és kapcsolódó költségekhez vezethet az EHTBA-k lakossági befektetők számára történő forgalmazása tekintetében, mint a kizárólag szakmai befektetők számára forgalmazott EHTBA-k esetében. Bár ezek a terhek a gyakorlatban adminisztratívnak tűnhetnek (a kiemelt információkat tartalmazó dokumentum követelménye, kéthetes elállási jog szankció nélkül, további eljárások és személyzet a lakossági befektetők panaszainak kezelésére stb.), úgy ítélték meg, hogy a vonatkozó rendelkezések kevésbé vonzóvá teszik a kizárólag szakmai befektetők számára forgalmazott EHTBA-kat.

[20] Lásd az EHTBA-rendelet 18. cikkének (2) bekezdését. E célból az ESMA-nak szabályozástechnikai standardtervezeteket kell kidolgoznia, amelyekben meghatározza azokat a körülményeket, amelyek között az EHTBA életciklusa elegendő hosszúságúnak minősül ahhoz, hogy az EHTBA valamennyi egyedi eszközének életciklusát lefedje.

[21] A 19. cikk (1) és (2) bekezdése megállapítja, hogy „Az EHTBA szabályzata vagy létesítő okirata nem zárhatja ki az EHTBA befektetési jegyeinek vagy részvényeinek bevezetését valamely szabályozott piacon vagy valamely multilaterális kereskedési rendszerben történő kereskedésre”. Továbbá „az EHTBA szabályzata vagy létesítő okirata nem zárhatja ki azt, hogy a befektetők a befektetési jegyeiket vagy részvényeiket szabadon átruházhassák az EHTBA kezelőjétől eltérő harmadik félre”.

jegyeiket vagy részvényeiket az EHTBA életciklusának vége előtt a másodlagos piacon értékesítsék.

Ennek fényében az EHTBA-rendelet rendelkezései alapot biztosítanak ahhoz, hogy az alapkezelők nagyobb mérlegelési jogkört kapjanak az EHTBA-k – az EHTBA előre meghatározott befektetési stratégiája szerint – visszaváltási jogokkal vagy azok nélkül történő létrehozása tekintetében. Az ilyen befektetési stratégiák hasznosíthatnák az EHTBA-kra vonatkozó azon rendelkezéseket is, amelyek lehetővé teszik az EHTBA-k részvényeinek vagy befektetési jegyeinek másodlagos kereskedelmét, mint például az új befektetők jegyzési kérelmeit és a kilépő EHTBA-befektetők visszaváltási kérelmeit összehangoló likviditási ablak mechanizmusa.

4. AZ ELFOGADHATÓ BEFEKTETÉSI ESZKÖZÖKRE VONATKOZÓ MINIMÁLIS KÜSZÖBÉRTÉK

Az EHTBA-rendelet 13. cikkének (1) bekezdése előírja, hogy az EHTBA a tőkéjének legalább 70 %-át elfogadott befektetési eszközökbe fekteti. Ezt a küszöbértéket azért vezették be, hogy egyértelműen a hosszú távú befektetéseket állítsák középpontba, és folyamatosan azokra a lakossági befektetőkre összpontosítsanak, akik egyébként esetleg nem ismerik a kevésbé konvencionális befektetési stratégiákat.

Néhány érdekelt fél úgy vélte, hogy a 70 %-os küszöbérték túlságosan magas. A küszöbérték csökkentése számos érdekelt fél véleménye szerint lehetővé tenné az EHTBA-k számára, hogy differenciáltabb befektetési stratégiákat folytassanak.

Az érdekelt felek egy kisebb része megfelelőnek tartotta az elfogadható eszközökre vonatkozó jelenlegi küszöbértéket. Véleményük szerint az EHTBA-keret célja a hosszú távú befektetések előmozdítása és az illikvid eszközökre való összpontosítás.

Ebben az összefüggésben komolyan mérlegelni kell az EHTBA-kba történő elfogadható befektetésekre vonatkozó minimális küszöbértékek csökkentésének és kalibrálásának indokoltságát az EHTBA-k likviditási profiljának javítása céljából, továbbá annak érdekében, hogy fokozni lehessen az EHTBA-k kezelőinek rugalmasságát befektetési stratégiáik végrehajtása során.

5. EHTBA-K KÜSZÖBÉRTÉK ALATTI ABA-KAT KEZELŐK ÁLTALI FORGALMAZÁSA

Az EHTBA-rendelet 37. cikke (1) bekezdésének c) pontja előírja, hogy a Bizottság elemezze az EHTBA-k Unión belüli forgalmazásának mértékét, ideértve annak értékelését is, hogy az ABAK-irányelv 3. cikke (2) bekezdésének hatálya alá tartozó küszöbérték alatti ABA-ok kezelői (ABAK-ok) érdekeltek lehetnek-e EHTBA-k forgalmazásában.

Több érdekelt fél úgy vélte, hogy az EHTBA szabályozási kerete *valószínűleg nem* megfelelő a küszöbérték alatti alternatív befektetési alapok kezelői számára. Ezek az érdekelt felek azzal támasztották alá véleményüket, hogy hivatkoztak az összetettségre és az operatív követelményekre, többek között a befektetővédelmi aggályokra, valamint arra a tényre, hogy az megkövetelné az ABAK-októl az ABAK-irányelv teljes körű követelményeinek való megfelelést, ami túl megterhelőnek bizonyulhat ezen alapkezelők számára.

Néhány érdekelt fél azon véleményének adott hangot, hogy a 3. cikk (2) bekezdése szerinti küszöbértékek alatti alternatív befektetési alapok kezelőire vonatkozó uniós szabályok nem harmonizáltak, ami azt jelenti, hogy az e küszöbértékek alatti alternatív befektetési alapok kezelői által kezelt ABA-k vagy EHTBA-k engedélyezhetőségének lehetővé tétele jelentős problémákat vetne fel az egyenlő versenyfeltételek tekintetében, és megnyitná az utat a szabályozási arbitrázs előtt. Ezen érdekelt felek véleménye szerint az EHTBA-knak az ABAK-irányelv 3. cikk (2) bekezdésének hatálya alá tartozó ABAK-ok általi forgalmazásának megkönnyítése egyáltalán nem lehet prioritás.

6. ELFOGADHATÓ ESZKÖZÖK ÉS BEFEKTETÉSEK

Az EHTBA elfogadott eszközökre és befektetésekre vonatkozó szabályai az EHTBA-k általi befektetésre elfogadott egyértelmű eszközkategóriákat határoznak meg annak biztosítása érdekében, hogy az alapok ne folytassanak olyan pénzügyi ügyleteket, amelyek egy hosszú távú befektetéseket célzó alap esetében elvárható kockázatoktól nagyobb kockázatokat idézhetnek elő.

Ezenkívül az EHTBA-rendelet rendelkezései egyértelműen a hosszú távú befektetéseket állítják középpontba, és olyan feltételeket és korlátozásokat határoznak meg, amelyek megakadályozzák az EHTBA-kat abban, hogy olyan befektetési stratégiákat folytassanak, amelyek nem minősülnek egyértelműen „hosszú távúnak”, mint például a származtatott pénzügyi eszközökbe való befektetés tilalma, kivéve a fedezeti célból történő befektetést, a „pénzügyi vállalkozásokba” történő befektetés tilalma, az áruk és a „spekulatív” befektetések kizárása.

Ennek fényében az érdekelt felek határozottan támogatták az elfogadható befektetési eszközök körének oly módon történő kiszélesítését, hogy az egyrészt alkalmas legyen a befektetési stratégiák EHTBA-kezelők általi optimális végrehajtására, másrészt összhangban álljon a hosszú távú fenntartható növekedés mögöttes célkitűzéseivel.

Az érdekelt felek emellett nagyobb jogbiztonságra és rugalmasságra szólítottak fel az „alapok alapja” stratégiák megkönnyítése, a harmadik országbeli vállalkozásokba történő befektetések kritériumai, a „pénzügyi vállalkozások” bevonása, a „reáleszközök” szélesebb köre, valamint az EHTBA-rendeletben meghatározott bizonyos számszerű küszöbértékek – például a tőzsdén jegyzett vállalkozások 500 millió EUR-s tőkeküszöbe és a reáleszközökre vonatkozó 10 millió EUR-s küszöbérték – kalibrálása tekintetében. Jelentős számú érdekelt fél vélte úgy, hogy az eszközök és befektetések elfogadhatóságára vonatkozó nagyobb jogi egyértelműség és elfogadhatóságuk szélesebb köre vonzóbbá tenné az EHTBA jogi keretét az eszközkezelők számára.

Mindezek alapján helyénvalónak tűnik az elfogadható eszközök és befektetések körének felülvizsgálata annak érdekében, hogy az EHTBA-kezelők a piaci körülményekhez, a befektetési szakértelemhez és a befektetői kereslethez igazított többféle befektetési stratégia közül választhassanak.

7. DIVERZIFIKÁCIÓRA ÉS A PORTFÓLIÓ-ÖSSZETÉTELRE VONATKOZÓ SZABÁLYOK

Az EHTBA-rendelet részletes követelményeket tartalmaz a portfólió-összetételre és a diverzifikációra vonatkozóan. Ilyen szabályokat az EHTBA-k kockázatvállalásának

korlátozása és a partnerkockázat egyértelmű diverzifikációs követelmények előírásával történő csökkentése érdekében vezettek be.

A 13. cikk (2) bekezdése előírja, hogy az EHTBA a tőke legfeljebb 10 %-át fektetheti be ugyanazon minősített portfólióvállalkozás által kibocsátott eszközökbe vagy számára nyújtott hitelekbe; a tőke legfeljebb 10 %-át fektetheti be közvetlenül vagy közvetetten egy adott reáleszközbe; a tőke legfeljebb 10 %-át fektetheti be ugyanazon EHTBA, európai kockázatitőke-alap (EuVECA) vagy európai szociális vállalkozási alap (ESZVA) befektetési jegyeibe vagy részvényeibe; valamint a tőke legfeljebb 5 %-át fektetheti be az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó 2009/65/EK irányelvben[22] említett eszközökbe, ha az eszközöket ugyanazon szervezet bocsátotta ki.

Az EHTBA portfóliójában szereplő EHTBA-k, EuVECA-k és ESZVA-k befektetési jegyeinek és részvényeinek összesített értéke nem haladhatja meg az EHTBA tőkeértékének 20 %-át. A rendelet továbbá részletes szabályokat állapít meg annak érdekében, hogy korlátozza az EHTBA-kezelők mérlegelési jogkörét a diverzifikációs feltételektől és az eszközsúlyoktól való eltérés tekintetében.

Az érdekelt felek összességében azt fejtették ki, hogy előnyben részesítenék, ha kevesebb szabályozási követelmény és nagyobb rugalmasság lenne érvényben a portfólió-összetételre és a diverzifikációra nézve. Általánosságban az érdekelt felek bírálták azt a követelményt, hogy az EHTBA tőkéjének legfeljebb 10 %-át fektethetik be ugyanazon EHTBA, európai kockázatitőke-alap (EuVECA) vagy európai szociális vállalkozási alap (ESZVA) befektetési jegyeibe vagy részvényeibe, ami megakadályozza, hogy az EHTBA-k „alapok alapja” stratégiákat folytassanak. Az érdekelt felek határozottan azzal érveltek, hogy az „alapok alapján” keresztül történő befektetés magasabb szintű diverzifikációt, alacsonyabb volatilitást, valamint további átvilágítási és diverzifikációs szintet biztosítana a befektetők számára. Ezek az érdekelt felek úgy vélték, hogy az EHTBA-k hozzáférése az „alapok alapja” befektetési stratégiákhoz az EHTBA-keret kézzelfogható előnyének tekinthető, és kifejtették, hogy a befektetők védelmét – például a díjak többszintűvé tételének lehetőségével szembeni védelmét – hatékony módon lehetne kezelni.

Általánosságban támogatták az „alapok alapja” struktúrákra vonatkozó koncentrációs határértékek annak érdekében történő megszüntetését, hogy a befektetők többféle befektetési mód közül választhassanak, a mögöttes eszközök diverzifikációjának csökkentése nélkül. A 10 %-os tőkekorlátozás véleményük szerint nehézséget jelent, különösen a felfutási időszak alatt.

Fontos, hogy az iparági résztvevők kifejezetten ragaszkodtak ahhoz, hogy a kizárólag a szakmai befektetőknek értékesített EHTBA-kra ne írjanak elő külön diverzifikációs követelményeket. A válaszadók többsége a diverzifikációs határértékek 20 %-ra emelését javasolta. Ezenkívül a 25 %-os koncentrációs arányt is túl korlátozónak találták, tekintettel arra, hogy az eszközkezelők időnként olyan struktúrákat alkalmaznak, amelyek keretében ők lehetnek valamely másik alap kizárólagos vagy fő befektetői. Néhány érdekelt fél úgy vélte, hogy a jelenlegi diverzifikációs szabályok megfelelőek a lakossági befektetők számára forgalmazott EHTBA-k esetében. Ugyanakkor a szakmai befektetők számára forgalmazott más ABA-khoz képest túl szigorúnak tűnnek.

[22] HL L 302., 2009.11.17., 32. o., a módosítások szerint.

Ebben az összefüggésben komolyan fontolóra kell venni a portfólió-összetételre és a diverzifikációra vonatkozó követelményeknek, valamint a koncentrációs határértékeknek a kizárólag szakmai befektetők számára forgalmazott EHTBA-k és a lakossági befektetők számára forgalmazott EHTBA-k tekintetében történő differenciálásának lehetőségét.

8. KÉSZPÉNZKÖLCSÖN FELVÉTELE

Az érdekelt felek többsége a tőkeáttételi korlátok szigorítására vagy a 30 %-os tőkeáttételi küszöbérték eltörlésére, valamint az EHTBA jogi keretének az ABAK-irányelv jogi keretével való összehangolására szólított fel. Úgy vélik, hogy ez a fokozott rugalmasság növelni fogja az EHTBA azon képességét, hogy támogassa az eszközök (különösen a kkv-k eszközeinek) finanszírozását, és javítani fogja az alapok hozamát. Azzal érveltek, hogy a kölcsönfelvételre érvényben lévő 30 %-os korlátozás más lakossági alapokkal (ideértve a termékszabályozott ÁÉKBV-ket is, amelyek az eszközeik akár 100 %-áig terjedő tőkeáttételt is elérhetik) összehasonlítva hátrányos.

Néhány érdekelt fél felvetette, hogy az EHTBA-k összes megengedett tőkeáttételét növeljék legalább 100 %-ra, és csak az intézményi befektetők számára rendelkezésre álló EHTBA-k esetében lehessen ezt túllépni, amennyiben teljesítik a befektetési stratégiával, az irányítással, a befektetői bázissal és a felügyelettel kapcsolatos feltételeket.

Több érdekelt fél azon a véleményen volt, hogy még ha a kölcsönfelvételi korlátokat meg is emelnék, a megnövelt kölcsönfelvétel nem jelentene automatikusan megnövekedett kockázatot a befektetők számára.

Általánosságban elmondható, hogy alapos bizonyítékok támasztották alá, hogy a kölcsönfelvételi korlátok emelése indokoltnak tűnik, és nem teremtene további rendszerszintű kockázatot, mivel az EHTBA hosszú távú befektetési stratégiával és korlátozott visszaváltási lehetőségekkel rendelkezik.

9. KÖVETKEZTETÉSEK

Az EHTBA szabályozási keretét a Bizottság arra való tekintettel vizsgálta felül, hogy szükséges volt értékelni az EHTBA csekély mértékű elterjedtségét és biztosítani azt, hogy az EHTBA keretének működése folyamatosan megfeleljen az EHTBA-rendelet célkitűzéseinek. Az EHTBA-rendeletnek számos célkitűzése van, többek között a tőkeáramlások reálgazdasági befektetésekhez irányítása, a hosszú távú befektetési igényekkel rendelkező lakossági befektetők számára hozzáférhető ABA-termék biztosítása, valamint az EHTBA-k forgalmazására vonatkozó uniós szintű útlevél létrehozása. Ebben az összefüggésben a Bizottság részletes értékelést végzett annak felmérése érdekében, hogy a jelenlegi EHTBA-szabályok milyen mértékben teljesítették fő célkitűzéseiket, és különösen, hogy hatékonyak, eredményesek, koherensek és relevánsak voltak-e, és biztosítottak-e uniós hozzáadott értéket.

Az európai gazdaságba történő hosszú távú befektetések finanszírozása céljából a kormányoknak és a vállalkozásoknak kiszámítható hosszú távú finanszírozáshoz kell hozzáférniük. Az ilyen finanszírozás rendelkezésre állása attól függ, hogy a pénzügyi rendszer képes-e a kormányok, vállalatok és háztartások megtakarításait biztonságosan és hatékonyan a megfelelő beruházásokhoz irányítani nyitott és versenyképes piacokon keresztül. Az EHTBA-k döntő szerepet játszhatnak ezen a területen azáltal, hogy olyan

célzott befektetési terméket biztosítanak, amely tőkét mozgósít az olyan területeken megvalósuló projektek finanszírozásához, mint a közlekedési infrastruktúra, a fenntartható energiatermelés vagy -elosztás, a szociális infrastruktúra (például idősotthonok vagy kórházak), valamint az olyan új technológiák és rendszerek bevezetése, amelyek csökkentik az erőforrás- és energiafelhasználást, és előmozdítják az európai kkv-ágazat növekedését.

Az EHTBA szabályozási keretének értékelése elegendő bizonyítékot tárt fel arra vonatkozóan, hogy a szakpolitikai beavatkozás és az EHTBA-rendelet célzott felülvizsgálata indokolt annak biztosítása érdekében, hogy több befektetés irányuljon hosszú távú befektetési projektekre és olyan vállalkozásokra, amelyeknek tőkére van szükségük. E felülvizsgálat célja, hogy növelje az EHTBA-k elterjedését az uniós gazdaság és befektetők javára. Ez pedig támogatná a tőkepiaci unió folyamatos fejlődését, amelynek célja szintén az, hogy megkönnyítse az uniós vállalkozások számára a stabilabb és változatosabb hosszú távú finanszírozáshoz való hozzáférést.