EUROPSKA
KOMISIJA

Bruxelles, 25.11.2021.
COM(2021) 738 final

IZVJEŠĆE KOMISIJE EUROPSKOM PARLAMENTU I VIJEĆU

o funkcioniranju okvira za europske fondove za dugoročna ulaganja (ELTIF-i)

SADRŽAJ

1. **POZADINA** 2

2. **FUNKCIONIRANJE OKVIRA ZA ELTIF-E: EVALUACIJA** 3

3. ODREDBE O OTKUPU I CIKLUS TRAJANJA ELTIF-A 4

4. MINIMALNI PRAG ZA IMOVINU PRIHVATLJIVU ZA ULAGANJE 5

5. TRGOVANJE UDJELIMA ILI DIONICAMA ELTIF-A OD STRANE UPRAVITELJA AIF-A ČIJA IMOVINA NE PRELAZI PRAG 6

6. PRIHVATLJIVA IMOVINA I ULAGANJA 6

7. PRAVILA O DIVERSIFIKACIJI I SASTAVU PORTFELJA 7

8. POZAJMLJIVANJE NOVČANIH SREDSTAVA 8

9. ZAKLJUČCI 8

1. POZADINA

Uredbom (EU) 2015/760 o europskim fondovima za dugoročna ulaganja („Uredba o ELTIF-ima")[1] uspostavljen je europski regulatorni okvir za alternativne investicijske fondove (AIF-i) koji ulažu u dugoročne projekte. Njihov je cilj prikupiti i usmjeriti kapital prema europskim dugoročnim ulaganjima u realno gospodarstvo te promicati cilj Unije za pametan, održiv i uključiv rast.

ELTIF-i ulažu u raznovrsne projekte, kao što su socijalna i prometna infrastruktura, realna imovina te mala i srednja poduzeća (MSP-ovi). Svrha ELTIF-a je olakšati dugoročna ulaganja te pružiti alternativni, nebankovni izvor financiranja realnog gospodarstva. Forum na visokoj razini o uniji tržišta kapitala u lipnju 2020. objavio je izvješće[2] u kojem je preporučio ciljano preispitivanje ELTIF-a kako bi se povećalo njihovo slabo korištenje na tržištu i poboljšao protok dugoročnog financiranja[3].

U revidiranom akcijskom planu za uniju tržišta kapitala[4] prepoznata je potreba za podupiranjem financiranja projekata dugoročnog ulaganja i sudjelovanja malih ulagatelja. Komisija se obvezala i da će preispitati Uredbu o ELTIF-ima[5]. To je preispitivanje usko povezano s unijom tržišta kapitala, europskim zelenim planom[6], europskom energetskom unijom[7], strategijom za održivo financiranje i drugim važnim inicijativama EU-a[8]. Vijeće Europske unije 2. prosinca 2020. pozvalo je Komisiju da preispita Uredbu o ELTIF-ima[9].

Zahtjev za preispitivanje funkcioniranja regulatornog okvira za ELTIF-e utvrđen je u članku 37. Uredbe o ELTIF-ima, kojim se zahtijeva da se u preispitivanju analiziraju politike otkupa, zahtjevi diversifikacije imovine, mjera u kojoj se udjelima ili dionicama ELTIF-a trguje u Uniji i treba li ažurirati popis prihvatljive imovine i ulaganja[10].

---

[1] Uredba (EU) 2015/760 Europskog parlamenta i Vijeća od 29. travnja 2015. o europskim fondovima za dugoročna ulaganja (SL L 123, 19.5.2015., str. 98.).

[2] Završno izvješće Foruma na visokoj razini o uniji tržišta kapitala „Nova vizija za europska tržišta kapitala". 10. lipnja 2020. Izvor: https://ec.europa.eu/info/files/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en

[3] *Ibid*, str. 12.

[4] Komunikacija Europske komisije. Unija tržišta kapitala za građane i poduzeća – novi akcijski plan. COM(2020) 590 final. 24. rujna 2020. Izvor: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12498-A-Capital-Markets-Union-for-people-and-businesses-new-action-plan

[5] *Ibid,* str. 8. (Mjera 3.).

[6] Europski zeleni plan. Izvor: https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_hr

[7] Strategija energetske unije. Izvor: https://ec.europa.eu/energy/topics/energy-strategy/energy-union_en

[8] Preispitivanje okvira za ELTIF-e doprinijelo bi programu EU-a za održivo financiranje tako što bi se financiranje usmjerilo prema dugoročnim projektima i time omogućilo promicanje ciljeva održivosti iz Uredbe (EU) 2020/852 o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja (Uredba o taksonomiji; SL L 198, 22.6.2020., str. 13.).

[9] Konkretnije, Vijeće je od Komisije zatražilo da „*odredi prioritete i istodobno ubrza svoj rad [među ostalim] na poboljšanju regulatornog okvira za instrumente za dugoročna ulaganja preispitivanjem Uredbe o Europskom fondu za dugoročna ulaganja (ELTIF), pritom posebno uzimajući u obzir potrebu za podupiranjem nebankovnog financiranja MSP-ova i dugoročnih ulaganja u infrastrukturu, koja su potrebna za prijelaz na održivo i digitalno gospodarstvo*". Zaključci Vijeća Europske unije o akcijskom planu Komisije za uniju tržišta kapitala. 12898/1/20. ECOFIN 1023. Točka 19. podtočka (e). Doneseno 2. prosinca 2020. Izvor: https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-12898-2020-REV-1/hr/pdf

[10] U članku 37. stavku 2. Uredbe o ELTIF-ima utvrđeno je da „*[n]akon preispitivanja […] i nakon savjetovanja s ESMA-om Komisija Europskom parlamentu i Vijeću podnosi izvješće u kojem se ocjenjuje doprinos [te] Uredbe i ELTIF-a dovršenju uspostave unije tržišta kapitala i ostvarenju ciljeva utvrđenih u članku 1. stavku 2. Izvješće prema potrebi prati zakonodavni prijedlog*".

Ovo se izvješće temelji na tehničkim savjetima Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA)[11], analizi dokumentacije i povratnim informacijama dionika prikupljenima u javnom savjetovanju. U izvješću je utvrđeno više prepreka rastu tržišta i druga pitanja povezana s funkcioniranjem okvira za ELTIF-e[12]. Izvješćem se nastoji informirati Europski parlament i Vijeće Europske unije o ključnim područjima preispitivanja te ukratko predstaviti njegovi najvažniji rezultati[13].

U kontekstu preispitivanja okvira za ELTIF-e u ovom se izvješću sažimaju najvažniji rezultati evaluacije funkcioniranja regulatornog okvira.

2. FUNKCIONIRANJE OKVIRA ZA ELTIF-E: EVALUACIJA

Od listopada 2021. odobreno je tek oko 57 ELTIF-a, čija neto imovina pod upravljanjem iznosi oko 2,4 milijarde EUR. Ti se ELTIF-i nalaze u samo četiri države članice (Francuska, Luksemburg, Italija i Španjolska). U skladu s informacijama koje je prikupila ESMA ukupna veličina tržišta ELTIF-a povećala se s nešto više od 1,5 milijardi EUR u 2020. na oko 2,4 milijarde EUR u 2021. Unatoč tom relativnom rastu, ELTIF-i zauzimaju i dalje vrlo mali segment tržišta u odnosu na ukupnu veličinu tržišta AIF-a u EU-u, koja iznosi oko 6,8 bilijuna EUR[14].

Malobrojnost ELTIF-a, njihova mala neto imovina, zemljopisna koncentracija i sastav portfelja upućuju na to da je sektor ELTIF-a slabo razvijen. Zato okvir za ELTIF-e nije dosegao svoju punu veličinu (osobito u pogledu imovine pod upravljanjem i broja fondova) ni opseg (npr. raspon prihvatljivih projekata i ulaganja)[15]. ELTIF-i nisu privlačni na konvencionalnom tržištu i nisu ispunili potencijal za usmjeravanje financiranja kapitala prema dugoročnim ulaganjima.

2.1. Ograničenja na strani potražnje

U kontekstu potražnje najproblematičnija su pravila kojima se uvode ograničenja i koja ulagateljima otežavaju ulaganje u ELTIF-e. Čini se da postojeća pravila nepotrebno sprečavaju male ulagatelje da uđu na tržište. Na primjer, obvezom iz Uredbe o ELTIF-ima prema kojoj upravitelj imovinom procjenjuje znanje i iskustvo malog ulagatelja djelomično se udvostručuje procjena primjerenosti iz Direktive 2014/65/EU o tržištu financijskih instrumenata (MiFID II)[16].

[11] *Vidjeti* Odgovor ESMA-e Europskoj komisiji od 3. veljače 2021. o funkcioniranju regulatornog okvira za ELTIF-e. ESMA34-46-99. Izvor: https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-provides-input-commission-improvements-eltif

[12] Posebno vidjeti analizu politike otkupa i trajanja ELTIF-a u odjeljku 3., diversifikacije imovine u odjeljku 4., određenih aspekata trgovanja udjelima ili dionicama ELTIF-a u odjeljku 5., prihvatljivosti imovine i ulaganja u odjeljku 6., diversifikacije i sastava portfelja u odjeljku 7. te odredbi o pozajmljivanju novčanih sredstava u odjeljku 8.

[13] U tu se svrhu u odjeljcima od 2. do 7. sažima evaluacija okvira za ELTIF-e, odredbi povezanih s otkupom i ciklusa trajanja ELTIF-a, minimalnog praga za imovinu prihvatljivu za ulaganje, trgovanje udjelima ili dionicama ELTIF-a od strane upravitelja AIF-a čija imovina ne prelazi prag, prihvatljive imovine i ulaganja, pravilâ o diversifikaciji i sastavu portfelja te odredbi o pozajmljivanju novčanih sredstava.

[14] Statističko izvješće ESMA-e za 2021. Alternativni investicijski fondovi EU-a, str. 6. Izvor: https://www.esma.europa.eu/document/eu-alternative-investment-funds-2021-statistical-report (7. lipnja 2021.).

[15] Svi fondovi nalaze se u samo četiri države članice (Luksemburg, Francuska, Italija i Španjolska). Nijedna od ostalih državnih članica nije imala vlastite ELTIF-e. Registar odobrenih ELTIF-a. ESMA34-46-101. Izvor: https://www.esma.europa.eu/document/register-authorised-european-long-term-investment-funds-eltifs

[16] SL L 173, 12.6.2014., str. 349., kako je izmijenjena.

Nadalje, kako je navedeno u procjeni učinka, najmanje početno ulaganje od 10 000 EUR i ograničenje ukupnog iznosa ulaganja od 10 % za ulagatelje s financijskim portfeljem manjim od 500 000 EUR znatna su prepreka malim ulagateljima[17]. Čak i ako ulagatelj želi uložiti 10 000 EUR u jedan ELTIF, teško bi mogao ulagati u druge ELTIF-e i diversificirati dugoročni portfelj zbog ograničenja *ukupnog* iznosa ulaganja od 10 %[18]. Osim toga, vrijednosti izloženosti od 500 000 EUR i 10 % temelje se na vlastitim izvješćima malih ulagatelja, dok upravitelji imovinom ili prodajni zastupnici ne mogu neovisno provjeriti stvarne izloženosti malih ulagatelja.

2.2. Ograničenja na strani ponude

U kontekstu ponude u okviru za ELTIF-e najproblematičnija su restriktivna pravila fonda, koja ograničuju dostupan opseg ulaganja, strukture fondova i strategije ulaganja, zbog čega je upraviteljima imovinom osnivanje ELTIF-a manje privlačno.

Postojeća pravila ELTIF-a sadržavaju neke odredbe koje se čine da sprečavaju upravitelje u primjeni više strategija ulaganja. Pojednostavnjenjem te primjene moglo bi se povećati financiranje projekata dugoročnog ulaganja. Stoga se čini da te odredbe narušavaju funkcioniranje ELTIF-a te ih upraviteljima imovinom čine manje privlačnima od drugih konkurentnih struktura fondova. Prema tome, svi upravitelji AIF-a moraju postupati u skladu s „univerzalnim" paketom pravila fonda kad se pri odabiru ulagačkog instrumenta odluče za ELTIF neovisno o ciljnoj skupini klijenata, željenoj strategiji ulaganja i profilu rizičnosti imovine odnosnog portfelja.

ESMA je u tom kontekstu u tehničkim savjetima Komisiji od 3. veljače 2021. izjavila da u okviru za ELTIF-e postoji temeljni sukob jer se jedinstvenim pravilnikom istodobno pokušavaju ispuniti potrebe profesionalnih i malih ulagatelja. ESMA je preporučila pravila kojima se jasnije uvodi razlika između ELTIF-a čijim udjelima ili dionicama trguju samo profesionalni ulagatelji i onih kojima trguju mali ulagatelji.

Evaluacijom okvira za ELTIF-e utvrđeno je da se istim pravilima fonda za profesionalne i male ulagatelje ne mogu zadovoljiti posebni zahtjevi dviju vrlo različitih kategorija ulagatelja koji imaju drukčije vremenske okvire, tolerancije na rizike i potrebe za ulaganje te da se čini da se upravitelje tako sprečava u nuđenju prilagođenih proizvoda[19].

3. ODREDBE O OTKUPU I CIKLUS TRAJANJA ELTIF-A

Politike otkupa ELTIF-a utvrđene su u članku 18. Uredbe. Osnovno je pravilo fonda da ulagatelji u ELTIF ne mogu otkupiti svoje udjele ili dionice prije isteka trajanja ELTIF-a.

[17] Ograničenje od 10 % primjenjuje se na ukupni iznos ulaganja. To znači da ukupni iznos koji mali ulagatelji ulažu u *bilo koji* ELTIF ne bi trebao premašiti 10 % ulagateljeva portfelja u ELTIF-u.

[18] Moguće je zamisliti scenarij u kojem je mali ulagatelj s financijskim portfeljem od 180 000 EUR stekao dionice ili udjele ELTIF-a u vrijednosti od 10 000 EUR. Zbog postojećih pravila o ELTIF-ima taj ulagatelj ne bi mogao kupiti nijedan drugi ELTIF jer ulagatelj može ukupno kupiti ELTIF-e u vrijednosti od 18 000 EUR ili 10 % svojeg ukupnog portfelja. Međutim, nakon kupnje prvog ELTIF-a ulagatelj ne bi mogao preostalih 8 000 EUR iskoristiti pri kupnji drugog ELTIF-a jer je propisano da minimalno ulaganje iznosi 10 000 EUR.

[19] Osim toga, sudjelovanje malih ulagatelja u ELTIF-u može dovesti do većih administrativnih opterećenja i povezanih troškova ELTIF-a čijim udjelima ili dionicama trguju mali ulagatelji u usporedbi s onima kojima trguju samo profesionalni ulagatelji. Iako se ta opterećenja u praksi mogu činiti administrativnima (zahtjev za dokument s ključnim informacijama, pravo povlačenja u roku od dva tjedna bez sankcija, dodatni postupci i osoblje za rješavanje pritužbi malih ulagatelja itd.), utvrđeno je da su zbog predmetnih odredbi ELTIF-i čijim udjelima ili dionicama trguju isključivo profesionalni ulagatelji manje privlačni.

Stoga prema standardnom pravilu pravnog okvira za ELTIF-e u tom području ulagatelji u ELTIF ne bi mogli otkupiti svoje udjele ili dionice prije isteka trajanja ELTIF-a.

Upravitelji imovinom mogu uvesti odstupanja (obično u pravila ili akte o osnivanju) i predvidjeti moguće otkupe *prije* isteka trajanja ELTIF-a. Međutim, takvi su otkupi iznimka i dopušteni su samo pod strogim uvjetima[20].

Znatan broj dionika istaknuo je problem da se ulagateljima ne dopušta otkup fonda prije njegova datuma isteka. Dionici su to smatrali potencijalnim nedostatkom okvira za ELTIF-e i naveli da bi to moglo biti ograničavajuće za ulagatelje. Tražili su veću fleksibilnost u omogućivanju ranog otkupa za vrijeme ciklusa trajanja ELTIF-a kako bi ELTIF-i bili privlačniji ulagački instrument.

Međutim, struktura otkupa ELTIF-a slična je onoj za otkup zatvorenih fondova, kojom se otkup dopušta tek nakon isteka trajanja fonda, osim u nekim ograničenim okolnostima. To ograničenje otkupa opravdano je nelikvidnom prirodom imovine u koju se ELTIF ulaže i kontinuiranom slabom vidljivosti fer vrijednosti ulaganja. Obično se fer vrijednost može odrediti samo u vrijeme raspolaganja ulaganjem.

Uredba o ELTIF-ima sadržava i odredbu o trgovanju na sekundarnom tržištu[21]. Njezina je svrha spriječiti da se zbog zaključavanja ciklusa trajanja i nepostojanja prava otkupa prije isteka trajanja fonda ELTIF-u onemogući da zatraži uvrštenje svojih udjela ili dionica na uređeno tržište ili na multilateralnu trgovinsku platformu. Osim toga, ta odredba ulagateljima omogućuje da svoje udjele ili dionice prodaju na sekundarnom tržištu prije isteka trajanja ELTIF-a.

U tom kontekstu na temelju odredaba Uredbe o ELTIF-ima upravitelji fondova, u skladu s unaprijed definiranom strategijom ulaganja ELTIF-a, imaju veću slobodu pri odlučivanju hoće li osnivati ELTIF-e s pravima otkupa ili bez njih. Takvim bi se strategijama ulaganja mogle iskoristiti i odredbe ELTIF-a koje omogućuju sekundarno trgovanje dionicama ili udjelima ELTIF-a, kao što je mehanizam razdoblja likvidnosti uparivanjem zahtjeva novih ulagatelja za upis i zahtjeva postojećih ulagatelja ELTIF-a za otkup.

4. MINIMALNI PRAG ZA IMOVINU PRIHVATLJIVU ZA ULAGANJE

U članku 13. stavku 1. Uredbe o ELTIF-ima navedeno je da bi ELTIF trebao ulagati najmanje 70 % vlastitog kapitala u imovinu prihvatljivu za ulaganje. Taj je prag postavljen kako bi se postavio jasan fokus na dugoročna ulaganja i kontinuiran fokus na male ulagatelje koji možda nisu upoznati s manje uobičajenim strategijama ulaganja.

Neki su dionici smatrali da je prag od 70 % previsok. Prema mišljenju mnogih dionika smanjenjem praga ELTIF-ima bi se omogućile raznolikije strategije ulaganja.

[20] Vidjeti članak 18. stavak 2. Uredbe o ELTIF-ima. U tu je svrhu ESMA-i povjerena izrada nacrta regulatornih tehničkih standarda kojima se određuju okolnosti u kojima se trajanje ELTIF-a smatra dovoljno dugim da obuhvati ciklus trajanja svake pojedine imovine ELTIF-a.

[21] U članku 19. stavcima 1. i 2. navedeno je da „[p]ravila ili dokumenti o osnivanju ELTIF-a ne sprečavaju da se udjele ili dionice ELTIF-a uvrsti za trgovanje na uređenom tržištu ili na multilateralnoj trgovinskoj platformi”. Osim toga, ta „[p]ravila ili dokumenti o osnivanju ELTIF-a ne smiju sprečavati ulagatelje da slobodno ustupaju svoje udjele ili dionice trećim osobama, osim upravitelju ELTIF-a”.

Malobrojni dionici smatrali su da je postojeći prag za prihvatljivu imovinu prikladan. Prema njihovu mišljenju, okvir za ELTIF-e ima za cilj promicati dugoročna ulaganja s naglaskom na nelikvidnoj imovini.

U tom bi kontekstu trebalo ozbiljno razmotriti je li prikladno smanjiti i kalibrirati minimalne pragove za prihvatljiva ulaganja u ELTIF-e radi promicanja profila likvidnosti ELTIF-a i veće fleksibilnosti upravitelja ELTIF-a u provedbi strategija ulaganja.

5. TRGOVANJE UDJELIMA ILI DIONICAMA ELTIF-A OD STRANE UPRAVITELJA AIF-A ČIJA IMOVINA NE PRELAZI PRAG

Člankom 37. stavkom 1. točkom (c) Uredbe o ELTIF-ima od Komisije se zahtijeva da procijeni u kojoj se mjeri udjelima ili dionicama ELTIF-a trguje u Uniji, uključujući i to mogu li upravitelji AIF-a (UAIF-i) čija imovina ne prelazi prag obuhvaćeni člankom 3. stavkom 2. Direktive o UAIF-ima imati interes u trgovanju udjelima ili dionicama ELTIF-a.

Nekoliko je dionika smatralo da regulatorni okvir za ELTIF-e *vjerojatno nije* prikladan za UAIF-e čija imovina ne prelazi prag. Ti su dionici svoje stajalište temeljili na složenosti i operativnim zahtjevima, kao što su pitanja o zaštiti ulagatelja, te na činjenici da bi to od UAIF-a zahtijevalo da postupaju u skladu sa svim zahtjevima Direktive o UAIF-ima, što bi za njih moglo biti prezahtjevno.

Neki su dionici naveli da pravila EU-a o UAIF-ima čija imovina ne prelazi prag iz članka 3. stavka 2. Direktive o UAIF-ima nisu usklađena, što znači da bi povećanje prenosivosti AIF-a ili ELTIF-a kojima upravljaju UAIF-i čija imovina ne prelazi te pragove znatno narušilo ravnopravnost uvjeta i otvorilo mogućnost regulatorne arbitraže. Prema mišljenju tih dionika, prioritet nikako ne bi trebao biti da se UAIF-ima koji su obuhvaćeni člankom 3. stavkom 2. Direktive o UAIF-ima omogući trgovanje udjelima ili dionicama ELTIF-a.

6. PRIHVATLJIVA IMOVINA I ULAGANJA

Pravilima ELTIF-a o prihvatljivoj imovini i ulaganjima utvrđuju se jasne kategorije imovine koja je prihvatljiva za ulaganje ELTIF-a kako bi se osiguralo da fondovi ne sudjeluju u financijskim transakcijama koje mogu uzrokovati veće rizike nego što se očekuje od fonda usmjerenog na dugoročna ulaganja.

Nadalje, odredbama Uredbe o ELTIF-ima utvrđen je jasan fokus na dugoročna ulaganja te je definiran skup uvjeta i ograničenja kojima se sprečava sudjelovanje ELTIF-a u strategijama ulaganja koje se ne mogu smatrati potpuno „dugoročnima”, kao što su zabrana ulaganja u izvedene financijske instrumente osim u svrhu zaštite od rizika, zabrana ulaganja u „financijska društva” te isključivanje robe i „spekulativnih” ulaganja.

U tom su se kontekstu dionici uvelike zalagali za proširenje opsega imovine prihvatljive za ulaganje na način koji je prikladan za optimalnu provedbu strategija ulaganja upravitelja ELTIF-a i istodobno usklađen s temeljnim ciljevima dugoročnog održivog rasta.

Dionici su tražili i veću pravnu sigurnost i fleksibilnost u pogledu pojednostavnjenja strategija fonda fondova, kriterija za ulaganje u poduzeća iz trećih zemalja, uključivanja „financijskih društava”, šireg opsega „realne imovine” i kalibracije određenih brojčanih pragova iz Uredbe o ELTIF-ima, kao što je prag tržišne kapitalizacije od 500 milijuna EUR

za uvrštena društva i 10 milijuna EUR za realnu imovinu. Prema mišljenju mnogih dionika pravni okvir za ELTIF-e bio bi privlačniji upraviteljima imovinom da ima širi opseg i veću pravnu sigurnost u pogledu prihvatljivosti imovine i ulaganja.

U tom kontekstu čini se prikladnim preispitati opseg prihvatljive imovine i ulaganja kako bi upravitelji ELTIF-a mogli primjenjivati razne strategije ulaganja prilagođene tržišnim uvjetima, stručnosti u području ulaganja i potražnji ulagatelja.

7. PRAVILA O DIVERSIFIKACIJI I SASTAVU PORTFELJA

Uredba o ELTIF-ima sadržava detaljne zahtjeve za sastav portfelja i diversifikaciju. Ta su pravila uvedena kako bi se ograničilo preuzimanje rizika ELTIF-a i kako bi se smanjio rizik druge ugovorne strane postavljanjem jasnih zahtjeva za diversifikaciju portfelja.

U članku 13. stavku 2. navedeno je da ELTIF ne smije ulagati više od: 10 % vlastitog kapitala u instrumente koje je izdalo jedno društvo kvalificirano za ulaganje ili u zajmove koji su tom društvu odobreni, 10 % vlastitog kapitala izravno ili neizravno u pojedinačnu realnu imovinu, 10 % vlastitog kapitala u udjele ili dionice bilo kojeg pojedinog ELTIF-a, europskog fonda poduzetničkog kapitala (EuVECA) ili europskog fonda za socijalno poduzetništvo (EuSEF) i 5 % vlastitog kapitala u imovinu iz Direktive 2009/65/EZ u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS)[22] kada je tu imovinu izdalo jedno tijelo.

Ukupna vrijednost udjela ili dionica ELTIF-a, EuVECA-a i EuSEF-a u portfelju ELTIF-a ne smije biti veća od 20 % vrijednosti kapitala ELTIF-a. Uredbom su utvrđena i detaljna pravila za ograničavanje slobode upravitelja ELTIF-a u odstupanju od uvjeta diversifikacije i ponderiranja imovine.

Dionici su uglavnom rekli da bi htjeli manje regulatornih zahtjeva i veću fleksibilnost u pogledu sastava portfelja i diversifikacije. Općenito su kritizirali zahtjev da se više od 10 % kapitala ELTIF-a ne smije uložiti u bilo koji pojedini ELTIF, EuVECA-u ili EuSEF, čime se ELTIF-e sprečava u primjeni strategija fonda fondova. Dionici su odlučno zagovarali da bi ulaganje putem fonda fondova ulagateljima trebalo omogućiti veću mogućnost diversifikacije, manju volatilnost i dodatnu razinu provjere i diversifikacije. Ti su dionici smatrali da bi pristup ELTIF-a strategijama ulaganja fonda fondova bio znatna prednost okvira za ELTIF-e te da bi se zaštita ulagatelja (npr. od mogućih višestrukih naknada) mogla osigurati na djelotvoran način.

Općenito je izražena potpora uklanjanju gornjih granica koncentracije za strukture fonda fondova kako bi ulagatelji imali veći izbor stilova ulaganja a da se pritom ne smanji diversifikacija temeljne imovine. Ograničenje kapitala od 10 % prepoznato je kao problematično, posebice u razdoblju povećanja.

Sektorski sudionici izričito su inzistirali na tome da se na ELTIF-e čijim udjelima ili dionicama trguju isključivo profesionalni ulagatelji ne bi trebali primjenjivati nikakvi posebni zahtjevi za diversifikaciju. Većina ispitanika predložila je povećanje ograničenja diversifikacije na 20 %. Nadalje, omjer koncentracije od 25 % prepoznat je kao prekomjerno ograničavajući jer upravitelji imovinom ponekad primjenjuju strukture u kojima oni mogu

[22] SL L 302 17.11.2009., str. 32., kako je izmijenjena.

biti jedini ili glavni ulagatelj u drugi fond. Neki su dionici smatrali da su postojeća pravila diversifikacije prikladna za ELTIF-e čijim udjelima ili dionicama trguju mali ulagatelji. Međutim, čini se da su prestroga u odnosu na druge AIF-e čijim udjelima ili dionicama trguju profesionalni ulagatelji.

U tom bi kontekstu trebalo ozbiljno razmotriti uvođenje razlike između zahtjeva za sastav portfelja i diversifikaciju, kao i između gornjih granica koncentracije za ELTIF-e čijim udjelima ili dionicama trguju isključivo profesionalni ulagatelji i onih kojima trguju mali ulagatelji.

8. POZAJMLJIVANJE NOVČANIH SREDSTAVA

Većina dionika tražila je povećanje ograničenja financijske poluge ili uklanjanje praga financijske poluge od 30 % i usklađivanje pravnog okvira za ELTIF-e s Direktivom o UAIF-ima. Smatraju da bi ta veća fleksibilnost povećala sposobnost ELTIF-a da podupiru financiranje imovine (posebno imovine MSP-ova) i povećaju prinose fonda. Iznesene su tvrdnje da je ograničenje pozajmljivanja od 30 % nepovoljno u usporedbi s drugim fondovima za male ulagatelje (uključujući UCITS s reguliranim proizvodima, koji može postići financijsku polugu od čak 100 % vrijednosti imovine).

Neki dionici tražili su da se ukupna dopuštena financijska poluga ELTIF-a poveća barem na 100 %, a za ELTIF-e dostupne samo institucionalnim ulagateljima i na veći postotak, pod uvjetom da ispunjavaju zahtjeve povezane sa strategijom ulaganja, upravljanjem, bazom ulagatelja i nadzorom.

Nekoliko dionika smatralo je da čak i da se ograničenja za pozajmljivanje povećaju, to veće pozajmljivanje ne bi automatski uzrokovalo veći rizik za ulagatelje.

Općenito su izneseni bitni dokazi da je povećanje ograničenja za pozajmljivanje opravdano i da ne bi uzrokovalo dodatni sustavni rizik jer ELTIF ima dugoročnu strategiju ulaganja i ograničene mogućnosti otkupa.

9. ZAKLJUČCI

Regulatorni okvir za ELTIF-e preispitan je s obzirom na potrebnu analizu slabog korištenja ELTIF-a te kako bi se osiguralo da funkcioniranje okvira za ELTIF-e kontinuirano ispunjava ciljeve Uredbe o ELTIF-ima. Uredba o ELTIF-ima obuhvaća više ciljeva, kao što su usmjeravanje tokova kapitala prema ulaganjima u realno gospodarstvo, pružanje proizvoda AIF-a koji je dostupan malim ulagateljima s potrebama za dugoročno ulaganje i uvođenje putovnice za trgovanje udjelima ili dionicama ELTIF-a u cijelom EU-u. U tom je kontekstu Komisija provela detaljnu evaluaciju kako bi procijenila u kojoj su mjeri postojeća pravila o ELTIF-ima ispunila svoje glavne ciljeve i osobito jesu li bila učinkovita, djelotvorna, dosljedna i relevantna te jesu li pružila dodanu vrijednost EU-a.

Dugoročna ulaganja u europsko gospodarstvo trebaju biti predvidiva da bi ih države i poduzeća financirali. Pristup takvom financiranju ovisi o sposobnosti financijskog sustava da na siguran i učinkovit način usmjeri štednju država, društava i kućanstava prema odgovarajućim ulaganjima na otvorenim i konkurentnim tržištima. ELTIF-i mogu imati ključnu ulogu u tom području pružanjem zasebnih investicijskih proizvoda za mobilizaciju kapitala radi financiranja projekata u područjima kao što su prometna infrastruktura, održiva

proizvodnja ili distribucija energije, socijalna infrastruktura (stanovi za starije osobe ili bolnice), pokretanje novih tehnologija i sustava kojima se smanjuje uporaba resursa i energije te dodatni razvoj europskog sektora MSP-ova.

Evaluacijom regulatornog okvira za ELTIF-e prikupljeno je dovoljno dokaza da su intervencija politike i ciljano preispitivanje Uredbe o ELTIF-ima potrebni kako bi se više ulaganja usmjerilo prema poduzećima kojima je potreban kapital i prema projektima dugoročnog ulaganja. Cilj tog preispitivanja bio bi povećati korištenje ELTIF-a u korist gospodarstva i ulagatelja Unije. Time bi se pak podržao kontinuirani razvoj unije tržišta kapitala, čija je svrha olakšati poduzećima EU-a pristup stabilnijem i raznolikijem dugoročnom financiranju.