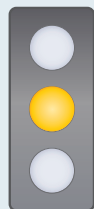


CEL ROZPORZĄDZENIA: Na finansowanie długoterminowych projektów inwestycyjnych ma być przeznaczonych więcej pieniędzy, w tym od inwestorów detalicznych.

STRONY ZAANGAŻOWANE: Inwestorzy profesjonalni i detaliczni, alternatywne fundusze inwestycyjne (AIF), osoby nimi zarządzające (AIFM), kwalifikowane przedsiębiorstwa portfelowe.



- ZALETY:**
- Harmonizacja przepisów dotyczących funduszy ELTIF zaowocuje wzrostem poziomu wiedzy wśród inwestorów i zwiększy ich zaufanie do rynku.
 - Możliwość udzielania pożyczek kwalifikowalnym przedsiębiorstwom portfelowym jest uzasadniona, przy zachowaniu restrykcyjnych zasad
- WADY:**
- Zakaz umarzania udziałów w ELTIF zmniejszy atrakcyjność tego rodzaju funduszy, szczególnie w oczach inwestorów detalicznych.
 - Restrykcyjne stosowanie zasady dopasowywania zapadalności do czasu trwania projektów inwestycyjnych zmniejszy rentowność ELTIF. Ograniczy możliwość sprzedawania przez fundusze długoterminowych inwestycji, a przez to również realizowania zysków przed terminem zapadalności. Sprawi też, że koszty pożyczek ponoszone przez ELTIF będą wyższe

TREŚĆ

Tytuł

Wniosek w sprawie Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie Długoterminowych Funduszy Inwestycyjnych (ELTIF).
Sygnatura COM(2013) 462 z 26 czerwca 2013 r.

Streszczenie

› Tło i cele

- Unia Europejska ujednoliciła przepisy dotyczące funduszy, decydując przy tym, by nazywano je „alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi” (AIF) lub „funduszami inwestycyjnymi UCITS”.
- „alternatywne fundusze inwestycyjne” zajmują się przede wszystkim zarządzaniem pieniędzmi pozyskanymi od inwestorów profesjonalnych. Do grona tego należą w szczególności prywatne equity funds, fundusze hedgingowe, surowcowe i nieruchomościowe (Dyrektywa AIFM 2011/61/EU).
- „fundusze inwestycyjne UCITS” inwestują pieniądze pozyskane od inwestorów indywidualnych w papiery wartościowe i inne płynne aktywa finansowe (Dyrektywa UCITS 2009/65/EC). Chodzi tu przede wszystkim o tradycyjne fundusze inwestycyjne.
- Nie istnieją jednak podobne regulacje dotyczące funduszy inwestycyjnych o charakterze długoterminowym – ani na szczeblu europejskim, ani nawet w niektórych Państwach Członkowskich. Zdaniem Komisji, odstrasza to od inwestowania w aktywa długoterminowe [Memorandum Wyjaśniające, strona 2 i 3, Ocena oddziaływania – str. 13].
- Komisja chce więc stworzyć nową kategorię alternatywnych funduszy inwestycyjnych (AIF): AIF będą mogły nazywać się „Europejskimi długoterminowymi funduszami inwestycyjnymi” (ELTIF), jeśli spełnią przepisy określone w omawianym tu rozporządzeniu (art. 6 (1), Memorandum wyjaśniające – str. 1).
- Celem zmian jest skierowanie „cierpliwego” kapitału – pochodzącego zarówno od inwestorów profesjonalnych, jak i detalicznych – szczególnie na projekty infrastrukturalne, związane z nieruchomościami i przedsiębiorstwami nienotowanymi na rynkach publicznych. W rezultacie inwestycje te będą mniej uzależnione od finansowania ze strony banków (Memorandum wyjaśniające – str. 1 i 3).

› Zezwolenie na działalność funduszy ELTIF i osób nimi zarządzających

- Zezwolenie na działalność w charakterze funduszu ELTIF może uzyskać jedynie taki fundusz AIF, który (art. 3 (1)):
 - posiada zezwolenie lub jest zarejestrowany na terenie UE lub też posiada tu siedzibę statutową lub główną, oraz
 - spełnia wymogi omawianego tu rozporządzenia.
- Zezwolenie na działalność funduszu ELTIF wydaje odpowiedni organ Państwa Członkowskiego, z którego pochodzi AIF (dalej: organ ELTIF). Zezwolenie jest ważne we wszystkich krajach UE („Paszport UE”) (art. 3 (1) i (2), podparagraf 2).
- Zarządzać ELTIF i dokonywać transakcji mogą wyłącznie osoby, które uzyskały zezwolenie zgodnie z dyrektywą AIFM („menedżerowie AIF”). Dodatkowo muszą oni uzyskać zezwolenie od organu ELTIF (art. 4 (2)).

› Polityka inwestycyjna funduszy ELTIF

- Fundusze ELTIF muszą inwestować co najmniej 70 proc. pozyskanego kapitału w „dopuszczalne aktywa inwestycyjne” o charakterze długoterminowym. Należą do nich (art. 8 (1), art. 9, art. 12 (1), Memorandum wyjaśniające – str. 11).

Analiza z dnia 9 grudnia 2013 r.

- bezpośrednie udziały w aktywach rzeczowych - takich jak statki, nieruchomości lub samoloty - które wymagają początkowych nakładów kapitałowych o wartości co najmniej 10 mln euro;
 - udziały w innych funduszach ELTIF, unijnych funduszach venture capital (EuVECA) oraz europejskich funduszach na rzecz przedsiębiorczości społecznej (EuSEF), pod warunkiem, że wymienione fundusze nie zainwestowały w fundusze ELTIF więcej niż 10 proc. swojego kapitału.
 - instrumenty kapitałowe i quasi-kapitałowe oraz instrumenty dłużne emitowane przez „kwalifikowalne przedsiębiorstwa portfelowe”, jak również pożyczki udzielone przez ELTIF wspomnianym „kwalifikowalnym przedsiębiorstwom portfelowym”. Do grona „kwalifikowalnych przedsiębiorstw portfelowych” zalicza się wszystkie podmioty z wyjątkiem funduszy typu AIF, funduszy inwestycyjnych typu UCITS, banków, firm inwestycyjnych, towarzystw ubezpieczeniowych oraz przedsiębiorstw notowanych na giełdzie (art. 10).
 - Fundusz typu ELTIF może zainwestować nie więcej niż 30 proc. pozyskanego kapitału w „płynne aktywa inwestycyjne”. Chodzi o aktywa płynne, w które zwykle inwestują fundusze typu UCITS (art. 8 (1)), w szczególności akcje, instrumenty rynku pieniężnego – np. papiery wartościowe zbywalne na rynku pieniężnym, takie jak obligacje skarbowe i obligacje krótkoterminowe – oraz udziały w funduszach UCITS i depozyty z maksymalnie 12-miesięcznym terminem zapadalności (art. 50 (1) dyrektywy UCITS).
 - Limity inwestycyjne na poziomie 70 i 30 proc. mają zastosowanie (art. 15 (1) a):
 - od daty określonej w regulaminie ELTIF lub jego dokumentach założycielskich, ale
 - nie później niż w ciągu sześciu lat od uzyskania przez ELTIF zezwolenia na działalność.
 - Fundusz ELTIF nie może (art. 8 (2), art. 12 (4)):
 - obracać instrumentami pochodnymi, chyba że służyć to będzie zabezpieczeniu ryzyka związanego z czasem trwania i ryzyka walutowego związanych z innymi inwestycjami ELTIF;
 - sprzedawać aktywów, których w momencie sprzedaży nie posiada („krótka sprzedaż”);
 - sprzedawać papierów wartościowych, które musi w późniejszym terminie odkupić („przyrzeczenia odkupu”) - przy czym transakcje na podstawie otrzymanego przyrzeczenia odkupu są dozwolone;
 - pożyczać innym podmiotom papierów wartościowych lub pożyczać papiery od innych podmiotów w celu umorzenia lub zwrotu w późniejszym terminie („umowy o udzielenie lub zaciągnięcie pożyczki papierów wartościowych”);
 - bezpośrednio lub pośrednio angażować się na rynku surowców.
- › **Dodatkowe przepisy dotyczące dywersyfikacji i koncentracji**
- Fundusze ELTIF muszą rozproszyć swój kapitał inwestycyjny pomiędzy aktywa o charakterze długoterminowym i płynnym. W tym zakresie obowiązywać będą następujące limity:
 - do 10 proc. kapitału w jedno kwalifikowalne przedsiębiorstwo portfelowe lub aktywa rzeczowe (art. 12 (2) a i b). Limit ten może zostać zwiększony do 20 proc., o ile wartość aktywów posiadanych przez ELTIF w kwalifikowalnych przedsiębiorstwach portfelowych oraz w aktywach rzeczowych, w które fundusz inwestuje więcej niż 10 proc. swego kapitału, nie przekracza 40 proc. wartości jego kapitału (art. 12 (5));
 - do 10 proc. w poszczególne fundusze ELTIF, EuVECA lub EuSEF;
 - w sumie do 20 proc. we wszystkie fundusze ELTIF, EuVECA i EuSEF;
 - do 5 proc. w „inne inwestycje” danego emitenta oraz
 - w sumie do 5 proc. w instrumenty pochodne nabywane poza rynkiem regulowanym lub w umowy z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu z danym kontrahentem.
 - ELTIF (art. 13):
 - może posiadać do 25 proc. udziałów w funduszach ELTIF, EuVECA, EuSEF lub UCITS,
 - może posiadać do 10 proc. obligacji, instrumentów rynku pieniężnego lub akcji bez prawa głosu danego emitenta.
 - nie może nabywać jakichkolwiek akcji z prawem głosu, jeśli zyskałby przez to „znaczący” wpływ na dany podmiot.
- › **Ograniczenia dotyczące zaciągania pożyczek**
- ELTIF może zaciągać pożyczki, o ile: (art. 14)
 - ich wartość nie przekroczy 30 proc. zainwestowanego kapitału;
 - służyć to będzie pozyskaniu udziałów w „dopuszczalnych aktywach inwestycyjnych”;
 - są denominowane w tej samej walucie co aktywa, których zakup będzie możliwy dzięki pożyczce;
 - nie obciążą one aktywów w postaci hipoteki.
- › **Podział zysków**
- Fundusz ELTIF „może” regularnie dzielić zyski pomiędzy inwestorów. Polityka dywidendowa musi być określona w regulaminie funduszu lub dokumentach założycielskich (art. 20 (1) i (3)).
- › **Czas działania ELTIF oraz kwestie wykupu, obrotu i emisji udziałów w ELTIF**
- Czas działania funduszu ELTIF powinien być zawsze jasno określony (art. 16 (1) podparagraf 2).
 - Czas działania ELTIF musi „być wystarczająco długi”, by „objąć” cykl życia każdego składnika aktywów znajdujących się w jego portfelu (art. 16 (2)). Szczegóły określi Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) w formie standardów technicznych (art. 16 (6)).
 - Inwestor nie może domagać się umorzenia udziałów w ELTIF przed końcem jego działalności (art. 16 (1), podparagraf 1). Inwestor może jednak w dowolnym momencie sprzedać udziały w ELTIF na rynku wtórnym (art. 17).
 - ELTIF może emitować nowe akcje – może je wyemitować poniżej wartości aktywów funduszu („wartości aktywów netto”), o ile wcześniej zaoferuje je w obniżonej cenie dotychczasowym inwestorom (art. 18).

Analiza z dnia 9 grudnia 2013 r.

› Przejrzystość

- Przed wejściem na rynek funduszu ELTIF osoby nim zarządzające muszą opublikować prospekt zawierający m.in. szczegółowe informacje dotyczące inwestycji i towarzyszących jej ryzyk. Gdy oferta ELTIF skierowana jest do inwestorów indywidualnych (wówczas ELTIF uznawany jest za „Produkt inwestycyjny dla inwestorów indywidualnych” w rozumieniu Rozporządzenia PRIIPS (COM(2012) 352)) konieczne jest również opublikowanie kluczowego dokumentu informacyjnego (key information document) (art. 21 (1), preambuła pkt. 35).
- Oba dokumenty powinny zawierać informacje dla inwestorów dotyczące: (art. 21 (4), art. 22 (1) i (3) oraz (4)).
 - „niepłynnego i długoterminowego charakteru” inwestycji;
 - okresu działalności funduszu;
 - wszelkich planowanych ofert dla inwestorów indywidualnych;
 - faktu, że inwestycja nie może zostać umorzona przed końcem działalności funduszu;
 - częstotliwości i terminów wypłaty zysków;
 - „bezpośrednich i pośrednich” kosztów działalności funduszu ELTIF. Standardy techniczne określające definicje, metodologię obliczeń oraz formy prezentacji danych dotyczących kosztów opracuje ESMA.

Dokumenty muszą „wyraźnie wskazywać” inwestorom, że w ELTIF powinna być zainwestowana tylko część posiadanego przez nich kapitału (art. 21 (4) f).

Uwagi Komisji na temat zasady pomocniczości

Zdaniem Komisji, istnienie krajowych regulacji niesie ze sobą ryzyko, że różnego rodzaju produkty inwestycyjne będą sprzedawane pod tą samą nazwą, choć będą różnić się charakterem – a to będzie wprowadzać w błąd inwestorów.

Tło polityczne

Pobudzenie długoterminowych inwestycji w realnej gospodarce jest jednym z dwunastu kluczowych celów wskazanych z Akcie o Jednolitym Rynku II (COM(2012) 573). W Zielonej Księdze „Długoterminowe Finansowanie Europejskiej Gospodarki” (COM(2013) 150) wezwano do podjęcia działań na rzecz wsparcia długoterminowych inwestycji i zapowiedziano przygotowanie regulacji dotyczących ELTIF. Obecnie obowiązują przepisy UE dotyczące Alternatywnych Funduszy Inwestycyjnych (Dyrektywa AIFM (2011/61/EU)) oraz funduszy inwestycyjnych typu UCITS (Dyrektywa UCITS (2009/65/EC)). Istnieją również regulacje dotyczące działających w UE funduszy venture capital (Rozporządzenie nr 345/2013) oraz dotyczące unijnych funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej (Rozporządzenie nr 346/2013). Planowane rozporządzenie w sprawie PRIIPS (COM(2012) 352) zobowiązuje dostawców produktów inwestycyjnych – w tym również fundusze ELTIF – do publikowania kluczowych dokumentów informacyjnych. Planowana dyrektywa MiFID II (COM(2011) 656) zawiera natomiast przepisy dotyczące warunków sprzedaży tego rodzaju produktów – m.in. zasady pobierania opłat.

Procedura prawna

26 czerwca 2013 r.

Termin nieustalony

Przyjęcie przez Komisję

Przyjęcie przez Parlament Europejski i Radę, publikacja w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej, wejście w życie.

Podmioty uczestniczące w procesie politycznym

Prowadząca Dyrekcja Generalna:

Dyrekcja Generalna ds. rynku wewnętrznego

Komisje Parlamentu Europejskiego

Komisja ds. gospodarczych i monetarnych, sprawozdawca: Rodi Kratsa-Tsagaropoulou (Grupa Europejskiej Partii Ludowej, Grecja)

Sposób decyzji w Radzie Unii Europejskiej

Większość kwalifikowana (przyjęcie przez większość Państw Członkowskich, przy co najmniej 260 z 352 głosów w Radzie).

Szczegóły legislacyjne

Kompetencje prawne:

Art. 114 TFEU

Forma kompetencji prawnych:

Kompetencje dzielone (art. 4 (2) TFEU)

Procedura legislacyjna:

Art. 294 TFEU (zwykła procedura legislacyjna)

OCENA

Ocena wpływu na gospodarkę

Podobnie jak w przypadku funduszy UCITS, wprowadzenie unijnych przepisów dotyczących funduszy dopuszczonych do sprzedaży pod nazwą ELTIF zaowocuje wzrostem poziomu wiedzy wśród inwestorów, przez co zwiększy ich zaufanie do rynku.

Jednocześnie fundusze ELTIF wypełnią istniejącą lukę: funkcjonujące w Europie kategorie funduszy nastawione są albo na inwestorów profesjonalnych (Dyrektywa AIFM 2011/61/EU), albo też umożliwiają inwestowanie wyłącznie w krótkoterminowe aktywa inwestycyjne (Dyrektywa UCITS 2009/65/EC). **Do tej pory brakowało na rynku europejskich funduszy długoterminowych dostępnych również dla inwestorów prywatnych.**

Wprowadzenie europejskiego paszportu ułatwiającego sprzedaż ELTIF w całej Europie jest logiczną konsekwencją harmonizacji przepisów dotyczących tego rodzaju funduszy na poziomie UE. Paszport UE zmniejszy koszty sprzedaży i zwiększy transgraniczną konkurencję.

Zezwalając funduszom ELTIF na udzielanie pożyczek „kwalifikowanym przedsięwzięciom portfelowym”, Komisja tworzy coś w rodzaju „podmiotu z równoległego systemu bankowego”: ELTIF będzie mógł prowadzić działalność podobną do bankowej, ale nie będzie musiał stosować się do reguł obowiązujących banki. To jest sprzeczne z deklarowanym przez Komisję zamiarem bardziej restrykcyjnego regulowa-

Analiza z dnia 9 grudnia 2013 r.

nia równoległego systemu bankowego (Zielona Księga COM(2012) 102)). **Zezwolenie na udzielanie pożyczek „kwalifikowalnym przedsiębiorstwom portfelowym” jest jednak uzasadnione, ponieważ przepisy dotyczące dywersyfikacji i koncentracji oraz regulacje zakazujące umarzania udziałów w funduszach ELTIF w trakcie ich działalności i ograniczające możliwość zaciągania pożyczek przez fundusze ELTIF, chronią te fundusze przed poważniejszymi ryzykami kredytowymi** – takimi jak ryzyka związane z płynnością i zapadalnością. Ograniczenie możliwości inwestowania do kwalifikowalnych przedsiębiorstw portfelowych, czyli podmiotów, które nie są częścią sektora finansowego oznacza, że niebezpieczeństwo stworzenia nowych, systemowych zagrożeń dla rynków finansowych jest zmniejszone.

Zakaz wykorzystywania instrumentów pochodnych do zabezpieczania ryzyk wynikających z inwestycji uniemożliwi funduszom ELTIF np. zabezpieczanie ich kapitału zainwestowanego w nieruchomości przed skutkiem spadku cen na tym rynku. To nie przyczyni się do zwiększenia ochrony interesów inwestorów, może bowiem zwiększyć ryzyko inwestowania w fundusze ELTIF. Górny limit dla pożyczek na poziomie 30 proc. jest mało precyzyjny, ponieważ wykorzystanie kapitału zewnętrznego nie zawsze wiąże się ze zwiększeniem ryzyka inwestycyjnego. Może być on przecież wykorzystany do finansowania udziałów o niskim ryzyku lub do udzielania pożyczek o niskim ryzyku. Co więcej, przepisy zgodnie z którymi aktywa ELTIF nie mogą być obciążone w wyniku zaciągnięcia długu, oznaczają ograniczenie zdolności funduszy ELTIF do zaciągania pożyczek, gdyż pożyczkodawcy zwykle domagają się zabezpieczeń.

To, czy projekt wprowadzenia funduszy ELTIF zakończy się sukcesem dopiero się okaże. Prawdą jest, że z góry określony okres działalności oraz zakaz umarzania udziałów przed zakończeniem inwestycji zmniejszą ryzyko związane z udzielaniem przez ELTIF pożyczek. Oba te czynniki zwiększą również bezpieczeństwo finansowania i planowania z punktu widzenia osób zarządzających funduszami ELTIF oraz kwalifikowalnych przedsiębiorstw portfelowych, w które fundusze ELTIF zainwestowały. Wspomniane rozwiązania mają jednak również swoje wady:

Po pierwsze: **zakaz umarzania zmniejszy** – co przynajmniej również sama Komisja – **atrakcyjność funduszy ELTIF, szczególnie dla inwestorów detalicznych**, którzy często bez przekonania podchodzą do długoterminowych zobowiązań. To, w jakim stopniu problem ten zostanie zrównoważony przez możliwość sprzedaży na rynku wtórnym udziałów w ELTIF w trakcie działalności funduszu, będzie zależało od płynności tego rynku.

Po drugie, **restrykcyjne stosowanie zasady dopasowywania zapadalności** – zgodnie z którą okres działalności ELTIF nie może być krótszy niż okres funkcjonowania aktywów z jego portfela o najdłuższym czasie istnienia – **zmniejszy zyskowność, a przez to atrakcyjność funduszy ELTIF z dwóch powodów. Z jednej strony ograniczy możliwość sprzedaży przez ELTIF inwestycji długoterminowych (a przez to realizowania zysków nawet przed zapadalnością ELTIF)**, ponieważ - po sprzedaży - fundusz będzie zmuszony reinwestować uwolnione środki na okres dokładnie odpowiadający okresowi jego istnienia oraz zgodnie z zasadami dotyczącymi dywersyfikacji. To zmniejszy szanse na znalezienie aktywów inwestycyjnych o wysokiej stopie zwrotu. **Z drugiej strony, stosowanie wspomnianej na wstępie zasady zwiększy koszt zaciągania pożyczek**, ponieważ - w praktyce zmuszając fundusze ELTIF do utrzymywania aktywów do momentu zapadalności funduszy – zwiększy niebezpieczeństwo osiągnięcia niesatysfakcjonujących cen. To z kolei zwiększy ryzyko niedotrzymania zobowiązań wobec potencjalnych pożyczkodawców a przez to zwiększy odsetki płacone przez fundusze ELTIF, przez co spadnie ich zyskowność. Dlatego też przy szczegółowym precyzowaniu zasady dopasowywania zapadalności ESMA będzie musiała poradzić sobie z konfliktem celów – i to nie w jednym, a w dwóch aspektach.

Ocena prawna

Kompetencje prawne

Art. 114 TFEU (Jednolity Rynek) jest odpowiednią podstawą prawną.

Pomocniczość

Nie budzi wątpliwości.

Proporcjonalność

Nie budzi wątpliwości.

Zgodność z innymi przepisami UE

Nie budzi wątpliwości.

WNIOSKI

Wprowadzenie unijnych przepisów w sprawie funduszy, które mają być dopuszczone do sprzedaży jako fundusze ELTIF, zaowocuje wzrostem poziomu wiedzy wśród inwestorów, przez co zwiększy ich zaufanie do rynku. Jednocześnie fundusze ELTIF wypełnią istniejącą lukę na rynku: do tej pory brakowało w Europie takiej kategorii funduszy długoterminowych, które byłyby dostępne dla prywatnych inwestorów.

Możliwość udzielania pożyczek kwalifikowalnym przedsiębiorstwom portfelowym jest słuszna, jeśli uwzględni się zasady dotyczące dywersyfikacji i koncentracji, zakaz umarzania udziałów i ograniczenia dotyczące zaciągania pożyczek. Zakaz wykorzystywania instrumentów pochodnych uniemożliwi jednak funduszom ELTIF zabezpieczanie ich nieruchomości przez skutkami spadku cen na tym rynku, co nie będzie służyć zakładanemu celowi w postaci ochrony inwestorów. Zakaz umarzania funduszy zmniejszy atrakcyjność ELTIF, szczególnie dla inwestorów indywidualnych. Restrykcyjne stosowanie zasady dopasowywania zapadalności zmniejszy zyskowność funduszy ELTIF: z jednej strony ograniczy możliwości sprzedawania długoterminowych inwestycji, a przez to realizowania zysków przed końcem działania ELTIF. Z drugiej strony - zwiększy koszt zaciągania pożyczek.

Centrum für Europäische Politik (Centrum Polityki Europejskiej, CEP) jest niemiecką organizacją pozarządową, która na bieżąco monitoruje i analizuje procesy legislacyjne prowadzone na poziomie Unii Europejskiej oraz dzieli się tą wiedzą z politykami, naukowcami, mediami i ogółem społeczeństwa.

Więcej informacji: www.cep.eu

Fundacja FOR jest organizacją pozarządową, która prowadzi działania sprzyjające rozwojowi instytucji demokratycznych oraz wzmocnieniu społeczeństwa obywatelskiego w Polsce.

Więcej informacji: www.for.org.pl