

Stanovisko Evropského hospodářského a sociálního výboru k návrhu směrnice Evropského parlamentu a Rady o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2004/39/ES a 2009/.../ES

(KOM(2009) 207 v konečném znění – 2009/0064 (COD))

(2011/C 18/16)

Hlavní zpravodaj: **pan GRASSO**

Dne 3. června 2009 se Rada, v souladu s čl. 47 odst. 2 Smlouvy o založení Evropského společenství, rozhodla konzultovat Evropský hospodářský a sociální výbor ve věci

návrhu směrnice Evropského parlamentu a Rady o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2004/39/ES a 2009/.../ES

KOM(2009) 207 v konečném znění – 2009/0064 (COD).

Specializovaná sekce Jednotný trh, výroba a spotřeba, kterou Výbor pověřil přípravou podkladů na toto téma, přijala stanovisko dne 1. února 2010. Předsednictvo Evropského hospodářského a sociálního výboru požádalo dne 16. února 2010 specializovanou sekci Jednotný trh, výroba a spotřeba o opětovné přezkoumání jejího stanoviska.

Evropský hospodářský a sociální výbor jmenoval pana GRASSA v souladu s článkem 20 a čl. 57 odst. 1 Jednacího řádu hlavním zpravodajem na 462. plenárním zasedání, které se konalo ve dnech 28. a 29. dubna 2010. (jednání dne 29. dubna 2010), a přijal následující stanovisko 136 hlasy pro, 2 hlasy byly proti a 3 členové se zdrželi hlasování.

1. Závěry a doporučení

1.1 Evropský hospodářský a sociální výbor (EHSV) vítá návrh směrnice. Přestože některé třídy alternativních fondů jistě přispěly ke zvýšení pákového efektu a rizikosti finančního systému, není tento sektor tím sektorem, v němž se zrodila hlavní rizika pro stabilitu a integritu finančního systému v krizi, která následovala po otřesech na trzích půjček subprime. Tento názor nedávno podpořila organizace Financial Services Authority (FSA) Spojeného království ve své zprávě z února 2010 nazvané *Assessing the possible sources of systemic risk from hedge funds* [Posouzení možných zdrojů systémového rizika zajišťovacích fondů], v níž tvrdí, že *velké zajišťovací fondy nejsou destabilizujícím úvěrovým rizikem protistrany*. EHSV bere na vědomí diskusi, kterou návrh vyvolal, a to zejména návrhy Rady Evropské unie a Evropského parlamentu (zpravodaj: Gauzès). EHSV za sebe předkládá řadu poznámek a námětů, jejichž cílem je pozměnit některá rozhodnutí a hlavní směry návrhu, které by přes svůj značný přínos k ochraně investorů a integrity trhu mohly poškodit nejen odvětví alternativních fondů, ale také celý ekonomický systém. EHSV bere za základ svých postřehů stanovisko⁽¹⁾ z roku 2009 o fondech soukromého kapitálu a hedgeových fondech, v němž se uvádí, že v podmínkách evropského tržního hospodářství jsou jejich dopady na zaměstnanost a společnost vážnější než jejich ekonomický a finanční dopad.

1.2 Kvůli krizi v Řecku se ocitla pod drobnohledem problematika státních dluhů. EHSV bere na vědomí různé postoje týkající se úlohy, které by zajišťovací fondy mohly mít na zostření krize. EHSV se domnívá, že touto otázkou je třeba se naléhavě a hlouběji zabývat.

1.3 Směrnice zavádí soudržný právní rámec pro odvětví alternativních fondů i vzhledem k potřebě odpovídajícího monitorování obezřetnostních rizik na makroúrovni pro evropský finanční sektor. Směrnice rovněž obsahuje podrobná pravidla, která EHSV považuje za obtížně přizpůsobitelná (účinným způsobem) nesmírnému množství produktů tohoto odvětví. EHSV proto doufá, že ke slovu přijde logika, která bude více stavět na funkčním přístupu, aby byla zohledněna široká paleta produktů spadajících do definice alternativních fondů.

1.4 EHSV považuje za zásadní, aby byly neprodleně zahájeny diskuse s orgány z hlavních mimoevropských zemí s cílem podpořit přijetí společných pravidel na mezinárodní úrovni pro bankovní dohled nad alternativními investičními fondy, podle vzoru Basilejského výboru v bankovníctví. V opačném případě by se mohly určité činnosti přesunout za hranice působnosti evropských norem, a právní předpis by tak bylo možné snadno obejít. To by ohrozilo konkurenceschopnost významných odvětví evropského finančnictví a mělo by negativní dopad jak na zaměstnanost, tak i na budování prosperity a hojnosti. Zřízení plánovaného Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy (ESMA) by mohlo usnadnit uplatňování právních předpisů, především v přeshraničním prostředí.

1.5 Směrnice mj. **zavádí možnost stanovit maximální míru dluhového financování fondů**. EHSV není proti, nicméně požaduje, aby bylo jasně určeno, na základě jakých kritérií bude možné stanovit tyto hranice pro různé typy produktů a jaká ochranná opatření budou přijata v zájmu minimalizování procyklického vlivu.

⁽¹⁾ Úř. věst. C 128, 18.5.2010, s. 56.

1.6 EHSV se domnívá, že v zájmu zaručení transparentnosti trhu a ochrany investorů by povinnost registrace a předání základního balíčku informací měla být rozšířena na všechny společnosti. Informace by měly být rozlišované podle produktů a prahových hodnot. U této problematiky se EHSV nicméně domnívá, že je zapotřebí důkladnější empirická analýza, než kterou Komise dosud prováděla.

1.7 Pokud jde o informační povinnost uloženou společnostem, které spravují **soukromé kapitálové fondy**, EHSV oceňuje vůli zvýšit jejich transparentnost, zejména je-li cílem ochrana zainteresovaných stran, jako jsou menšinoví podílníci a zaměstnanci. Je rovněž toho názoru, že tato pravidla nesmějí nadměrně poškozovat soukromé kapitálové fondy ve prospěch jiných investičních nástrojů, kterými disponují soukromí či institucionální investoři. Návrh směrnice v neposlední řadě stanoví výjimku z této povinnosti pro fondy, které investují výhradně do malých a středních podniků. EHSV přesto zdůrazňuje, že ochrana investorů a integrity trhu je nespornou zásadou, kterou by se měly řídit všechny společnosti spravující alternativní investiční fondy.

2. Úvod

2.1 Pod pojmem „alternativní investiční fondy“ se rozumí všechny fondy, na které se nevztahuje směrnice SKIPCP: jedná se například o zajišťovací fondy, soukromé kapitálové fondy, rizikový kapitál, nemovitostní investiční fondy, fondy pro investice do infrastruktury a komoditní fondy, a zahrnuto je mj. **i odvětví, které je ve zprávě de Larosièrovy skupiny definováno jako „paralelní bankovní systém“.**

2.2 V roce 2009 vypracoval EHSV stanovisko o hedgeových fondech a fondech soukromého kapitálu. Nebyla v něm zohledněna směrnice o správcích AIF. Stanovisko se zaměřilo pouze na dopad těchto fondů na zaměstnanost a sociální otázky. Konstatujeme, že navržená směrnice o správcích AIF rozproudila rozsáhlou diskusi převážně o zaměstnanosti a sociálních otázkách. EHSV se domnívá, že závěry a doporučení tohoto stanoviska jsou významným východiskem pro diskusi o této směrnici.

2.3 Jak zdůrazňuje i zpráva de Larosièrovy skupiny, finanční krize byla umocněna přebytkem likvidních prostředků a značnou nerovnováhou na finančních a komoditních trzích a dalšími makroekonomickými faktory. Nadbytek likvidity vedl k přehlížení rizika likvidity samé, jemuž se při kontrole a řízení rizik ze strany hospodářských subjektů i na úrovni obezřetnostních předpisů věnovalo méně pozornosti než úvěrovým a tržním rizikům.

2.4 Dnes si nemůžeme dovolit předstírat, že o ničem nevíme, a nepoučit se z chyby, která přišla světovou ekonomiku

draho a mohla být skutečně osudová. **Likvidita vyžaduje co nejtransparentnější finanční trhy a systémy.**

2.5 Směrnice musí být **příležitostí k učinění reálného kroku k transparentnosti odvětví alternativních fondů**, jež rozhodně neprokázalo, že tuto vlastnost má.

2.6 EHSV se domnívá, že je to třeba ne kvůli nedopatřením, nedostatkům či rizikům, kterými se toto odvětví vyznačuje, ale jednoduše kvůli nezbytné potřebě **učinit z transparentnosti a likvidity priority politické agendy.**

2.7 Návrhy ohledně finančního dohledu v EU na makro i mikroúrovni, o nichž se v současné době v EU diskutuje, mají zásadní význam pro zaručení přežití jednotného trhu ⁽²⁾.

2.8 V USA zahájil prezident Obama proces radikální transformace a inovace systému právních předpisů a dohledu. Ještě je brzy na posouzení výsledků, které přinesou iniciativy Spojených států.

2.9 **EU se v této činnosti musí angažovat, aby se na mezinárodní úrovni mohlo neprodleně začít s podporou transparentnosti a integrity trhu. EHSV nicméně zdůrazňuje, že regulace nemůže sama o sobě zajistit řešení problémů, které jsou způsobeny i málo obezřetným jednáním profesionálních investorů.**

2.10 EHSV podporuje šest nejdůležitějších zásad regulace zajišťovacích fondů navržených v červnu 2009 Mezinárodní organizací komisí pro cenné papíry (IOSCO). IOSCO nedávno (25. února 2010) zveřejnila požadavky na údaje o systémovém riziku pro zajišťovací fondy. Ty se týkají jedenácti různých kategorií údajů. EHSV Komisi doporučuje, aby se v navrhované směrnici pro regulaci správců AIF těmito zásadami inspirovala a posílila je.

2.11 Přestože IOSCO dokončila analýzu rizik, která pro finanční systém představují fondy soukromého kapitálu, nebyly zatím předloženy žádné návrhy na regulaci. EHSV doporučuje, aby Komise přizpůsobila zásady IOSCO pro zajišťovací fondy tak, aby odpovídaly profilu fondů soukromého kapitálu.

3. Návrh směrnice

3.1 Záměrem návrhu směrnice je regulovat správce fondů, ne produkty. **Důvodem pro upuštění od přímé regulace produktů je to, že alternativní investiční fondy – jelikož to nejsou fondy harmonizované směrnicí SKIPCP – lze definovat jen jejich vyjmutím, a proto se Komise domnívá, že jakýkoli zásah směřující k přímé regulaci produktů by se proto rychle stal překonaným a zbytečným.**

⁽²⁾ Stanovisko o makro a mikroobezřetnostním dohledu.

3.2 Mnoho aspektů regulace správců fondů se však nutně významným způsobem odráží i na fungování a profilu fondů samých.

3.3 Návrh směrnice má dva hlavní cíle:

- umožnit provádění účinnějšího obezřetnostního dozoru na mikro i makroúrovni, který vyžaduje dokonalé pochopení dynamiky tohoto sektoru přesahující státní hranice,
- podpořit integraci trhu a rozvoj jednotného trhu tím, že správcům budou poskytnuty určité „evropské pasy“ pro jejich produkty, což bude mít očividný kladný dopad z hlediska úsporu z rozsahu a možnosti volby pro investory.

3.4 Tyto hlavní cíle by bylo možné uskutečnit díky strukturovanému souboru konkrétních opatření, jež jsou východiskem pro následující aspekty návrhu:

3.4.1 **všichni správci alternativních fondů, jejichž aktiva převyšují určené prahové hodnoty velikosti, musí podstoupit řízení o povolení.** Vynětí z ustanovení směrnice je stanoveno pro správce aktiv o celkové hodnotě nižší než 100 milionů EUR. Prahová hodnota se zvyšuje na 500 milionů EUR, pokud správci nevyužívají pákový efekt a investoři nemají právo na vyplacení během pěti let po zřízení fondu.

3.4.1.1 Povolení udělují příslušné orgány domovského členského státu. Udělení povolení je podmíněno splněním důkladně strukturovaných požadavků na organizaci a transparentnost.

3.4.1.2 Správci musejí mít domicil v EU. Funkcemi výkonu administrativních činností mohou pověřit extraterritoriální subjekty, přičemž **funkcí depozitáře mohou být pověřeny pouze úvěrové instituce usazené v EU.** Další pověření jiných subjektů je výslovně zakázáno, s výjimkou případu funkce depozitáře, pro všechny případy však platí přísné podmínky.

3.4.1.3 Návrh pověřuje Komisi úkolem stanovit omezení pákového efektu, aby byla zaručena stabilita a integrita finančního systému.

3.4.2 Dodržování požadavků stanovených ve směrnici by správcům umožnilo volně nabízet profesionálním investorům (podle ustanovení směrnice o trzích finančních nástrojů) své produkty ve všech členských státech. Správci mohou také nabízet fondy s domicilem ve třetích zemích, které však musí splnit řadu podmínek, aby se zamezilo vzniku dalších rizik na trzích či narušení daňových systémů.

4. Názory EHSV

4.1 EHSV se již k doporučením **de Larosièrovy skupiny** vyjádřil ve svém stanovisku ⁽³⁾ a plně souhlasí s nutností zavést

nadnárodní dohled, který však vyžaduje účelové zaměření dostatečně homogenního právního rámce. Vzhledem k tomu, že zřízení nových evropských orgánů dohledu však nevylučuje pravomoci vnitrostátních orgánů dohledu, je důležité, aby evropské orgány dohledu vypracovaly společná „prováděcí pravidla“ dohledu. Hlubší znalosti a větší transparentnost v odvětví alternativních fondů by mohly být důležité pro zlepšení integrity trhu, ochrany investorů a ustavení účinného dohledu na makroúrovni. Směrnice může být příležitostí k dosažení tohoto významného cíle **za předpokladu, že se zamezí zbytečně poškozujícím omezením.** Proto Výbor doporučuje mimořádnou obezřetnost a opatrnost v případě, že požadavky na předpis překračují minimální informační rámec nezbytný k výkonu dohledu na mikroúrovni.

4.2 EHSV se domnívá, že je naléhavě třeba stanovit předpisový rámec, který by upevnil podmínky pro vyšší kvalitu kritérií řízení správců alternativních fondů. Tato podmínka je důležitější než mnoho jiných podrobných předpisů, které ve výsledku zvyšují náklady pro společnosti, aniž by nezbytně vedly k dosažení cíle zvýšení záruk pro trh, jak se důrazně připomíná v doporučení 1 ve **zprávě de Larosièrovy skupiny.**

4.3 EHSV připomíná další dva aspekty **této zprávy**, která v souvislosti s přezkumem dohody Basilej II zdůrazňuje, že z finanční krize vyplynula dvě významná poučení:

- krize ukázala, že finanční ekonomický systém by měl mít vyšší podíl vlastního kapitálu,
- krize upozornila na silný procyklický dopad platného předpisového rámce, který umocnil tržní výkyvy, místo toho, aby je zmírnil.

4.3.1 Návrh na stanovení maximální míry dluhového financování a pákového efektu fondů (takzvaný *leverage cap*) se ubírá kýmž směřem zvýšení podílu vlastního kapitálu. Obavy z rizika, že nepřiměřený pákový efekt může ohrozit finanční systém, jsou skutečně pochopitelné, nicméně při tématu nadměrného dluhového financování je vždy třeba mít na paměti i další charakteristiky fondů – například velikost. EHSV doufá, že bude posouzena možnost stanovit závaznou míru maximálního pákového efektu.

4.3.2 Aby se udrželo pod kontrolou systémové riziko, nemělo by se zapomínat, že velké banky jsou často primárními makléři, a tudíž i poskytovateli finančních prostředků pro zajišťovací fondy. Kontrola těchto primárních makléřů je stejně důležitá jako kontrola příjemců prostředků. Při stanovování přezkumů směrnic o požadavcích na bankovní kapitál by příslušné orgány měly zajistit, aby tyto půjčky byly kryty odpovídajícím kapitálem.

⁽³⁾ Úř. věst. C 318, 23.12.2009, s. 57.

4.3.3 V neposlední řadě je třeba zohlednit, že *leverage cap* má tendenci být procyklický. Je totiž pravděpodobné, že *leverage cap* bude překročen, pokud hodnota investic klesne, což bude mít za následek, že správce – aby se do něj vešel – by mohl být nucen vypořádat svá aktiva dalším snížením jejich tržní hodnoty. EHSV se již ve stanovisku, které vypracoval ke zprávě de Larosiérovoy skupiny, pozastavil nad otázkou procyklického charakteru právního rámce: ačkoli uznal, že by mohlo být obtížné určit, kdy mají být požadavky zmírněny a kdy zpřísněny, domnívá se, že určitá flexibilita u některých požadavků by mohla omezit procyklický účinek právního předpisu.

4.4 EHSV vyjadřuje určité rozpaky nad otázkou prahových hodnot velikosti, pod nimiž by společnosti byly vyňaty z působnosti směrnice. EHSV se v zásadě domnívá, že by všem společnostem měla být uložena povinnost registrace a následného předání základního balíčku informací, který je nezbytný pro zajištění minimálních podmínek nutných ke skutečné transparentnosti trhu a ochraně investorů.

4.4.1 V zájmu zaručení transparentnosti a ochrany investorů by se měly požadovat podrobnější informace rozlišované například podle produktů a prahových hodnot. U této problematiky se EHSV nicméně domnívá, že je zapotřebí důkladnější empirická analýza, než kterou Komise dosud prováděla, s cílem nalézt vhodné kritérium pro stanovení výše zmiňovaných prahových hodnot velikosti.

4.4.2 EHSV je přesvědčen, že požadavky na údaje o systémovém riziku pro zajišťovací fondy (které lze upravit pro jiné AIF), které nedávno zveřejnila IOSCO, jsou krokem vpřed. Bylo určeno jedenáct kategorií údajů, od informací o manažerech a poradcích, které by se měly požadovat od všech fondů, po informace o půjčkách, riziku a vystavení protistran, které by byly zvláště užitečné především od velkých fondů využívajících pákový efekt. Tyto hlavní směry mají mezinárodní podporu skupiny G20 a Rady pro finanční stabilitu (FSB) a začnou platit od září 2010.

4.5 Výše objasněné důvody souvisejí s konstatováním, že odvětví alternativních fondů je příliš diferencované, než aby bylo možné stanovit právní rámec, který by byl naprosto stejný pro veškeré existující produkty, které do něj spadají. V praxi se správcovské společnosti specializují na různé oblasti (například nemovitostní investiční fondy, zajišťovací fondy, soukromé kapitálové fondy). Návrh směrnice věnuje zvláštní pozornost pouze fondům využívajícím pákový efekt a soukromým kapitálovým fondům. Jak je zdůrazněno ve stanovisku EHSV z vlastní iniciativy k vlivu fondů na průmyslové změny (zpravodaj: pan MORGAN), rozdíly mezi alternativními fondy jsou natolik velké, že je nutný diferencovanější přístup.

4.6 EHSV doufá, že iniciativa komisaře Barniera směřující k definování jednotných evropských pasů, které by se týkaly i správců a fondů s domicilem mimo EU, by mohla představovat začátek uplatňování společných mezinárodních řešení.

4.6.1 EHSV souhlasí s předkládanou možností postavit na stejnou úroveň i fondy s domicilem mimo EU. EHSV doufá, že se Komise ujistí, že normy kvality a transparentnosti správců a extrateritoriálních fondů budou skutečně srovnatelné s normami Unie.

4.6.2 Jelikož návrh směrnice musí být příležitostí ke zvýšení míry záruk i pro fondy mimo EU, a ne k jejich poškozování či dokonce vyloučení z jednotného trhu, EHSV požaduje, aby byly ihned vyjasněny požadavky, které tyto fondy budou muset splnit, aby mohly být volně nabízeny na jednotném trhu.

4.7 EHSV zastává názor, že nebudou-li zároveň se schválením směrnice přijata podobná opatření i na úrovni hlavních mimoevropských zemí, mohl by se právní předpis dát velmi snadno obejít tím, že by se určité činnosti přesunuly za hranice působnosti evropských norem. To by ohrozilo konkurenceschopnost významných odvětví evropského finančního sektoru a mělo by negativní dopad jak na zaměstnanost, tak i na budování prosperity a hojnosti.

4.8 EHSV si klade otázku, jaké existují důvody pro to, aby předpis stanovil, že depozitář má být úvěrovou institucí. Nezávislý depozitář je důležitým druhem záruky toho, že se zamezí podvodnému nebo poškozujícímu jednání na úkor investorů. Zavedení přísnějších pravidel v tomto ohledu je jistě žádoucí. EHSV nicméně požaduje, aby bylo vyjasněno, proč se zamýšlí omezit funkci úschovy pouze na úvěrové instituce, vzhledem ke skutečnosti, že směrnice o trzích finančních nástrojů opravňuje ke správě záležitostí klientů i jiné makléře.

4.9 Mezi alternativní fondy se řadí i takzvané soukromé kapitálové fondy, které investují do podílů na kapitálu nekótovaných společností.

4.9.1 Soukromý kapitál je významným zdrojem rizikového kapitálu pro začínající podniky, inovační podniky i podniky ve fázi expanze či restrukturalizace. EHSV již projednával⁽⁴⁾ téma dopadu, který mohou mít soukromé kapitálové fondy na ekonomický systém a na průmyslové změny.

4.9.2 Návrh směrnice věnuje několik zvláštních článků (kapitola V, oddíl 2) fondům, které nabývají vliv v nekótovaných společnostech (konkrétně fondům, které nabudou nejméně 30 % hlasovacích práv).

4.9.3 Informace, které musí být poskytnuty, jsou dosti podrobné a z mnoha hledisek výslovně srovnatelné s informacemi požadovanými v případě nabídek na převzetí kótovaných společností. Je rovněž třeba vypracovat kodex řízení podniků podobný tomu, který je požadován pro kótované společnosti. Veškeré tyto informace musí být dány k dispozici podnikům, jejich akcionářům, zástupcům zaměstnanců či samotným zaměstnancům.

⁽⁴⁾ Úř. věst. C 128, 18.5.2010, s. 56.

4.9.4 EHSV souhlasí s rozšířením a zpřísněním plánovaných povinností spojených se správou, ať již informačních či komunikačních, především v souvislosti s ochranou zainteresovaných stran, jako jsou menšinoví podílníci a zaměstnanci. Je rovněž toho názoru, že tato pravidla nesmějí poškozovat soukromé kapitálové fondy ve prospěch jiných investičních nástrojů, kterými disponují jiní soukromí či institucionální investoři.

4.9.5 EHSV doufá, že tato pravidla se budou uplatňovat od 25 % hlasovacích práv a výše a že v kodexu řízení podniků bude výslovně zakotvena ochrana platných kolektivních smluv. Musí být objasněny možné důsledky pro zaměstnance a informace musí být poskytovány v souladu se skutečností a neprodleně. Nesplnění požadavků na informování a konzultace povede k tomu, že žádné rozhodnutí přijaté

správce AIF a/nebo cílovou společností nebude mít právní účinky.

4.9.6 EHSV doporučuje, aby byl ve směrnici zakotven minimální koeficient solventnosti a likvidity cílových společností. Vyplácení dividend by mělo být omezeno na jednu výplatu ročně, která by neměla přesáhnout výši zisku. U cílových společností by nesplnění požadavku minimálního koeficientu mělo mít za následek nevyplácení dividend.

4.10 Z informační povinnosti je vyňato výše zmíněné nabývání podílů v malých a středních podnicích. EHSV tento aspekt směrnice kritizuje, neboť ochrana investorů a integrity trhu je nespornou zásadou, kterou by se měly řídit všechny společnosti spravující alternativní investiční fondy.

V Bruselu dne 29. dubna 2010.

předseda
Evropského hospodářského a sociálního výboru
Mario SEPI
