

**Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie wniosku dotyczącego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmieniającej dyrektywy 2004/39/WE i 2009/.../WE**

COM(2009) 207 wersja ostateczna – 2009/0064 (COD)

(2011/C 18/16)

Sprawozdawca generalny: **Angelo GRASSO**

Dnia 3 czerwca 2009 r. Rada, działając na podstawie art. 47 ust. 2 Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską, postanowiła zasięgnąć opinii Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie

*wniosku dotyczącego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmieniającej dyrektywy 2004/39/WE i 2009/.../WE*

COM(2009) 207 wersja ostateczna – 2009/0064 (COD).

Sekcja Jednolitego Rynku, Produkcji i Konsumpcji, której powierzono przygotowanie prac Komitetu w tej sprawie, przyjęła swoją opinię 1 lutego 2010 r. Dnia 16 lutego 2010 r. Prezydium Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego zwróciło się do Sekcji Jednolitego Rynku, Produkcji i Konsumpcji o ponowne omówienie opinii.

Zgodnie z art. 20 i 57 ust. 1 regulaminu wewnętrznego na 462. sesji plenarnej w dniu 29 kwietnia 2010 r. Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny wyznaczył Angela GRASSA na sprawozdawcę generalnego oraz stosunkiem głosów 136 do 2 – 3 osoby wstrzymały się od głosu – przyjął następującą opinię:

## 1. Wnioski i zalecenia

1.1 Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny (EKES) z zadowoleniem przyjmuje wniosek dotyczący dyrektywy. Chociaż niektóre klasy funduszy alternatywnych przyczyniły się z pewnością do zwiększenia dźwigni finansowej i ryzykowności systemu finansowego, to nie z tego sektora wyłoniły się główne zagrożenia dla stabilności i trwałości systemu finansowego w czasie kryzysu wynikającego z zaburzeń na rynku kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku. Pogląd ten znalazł ostatnio poparcie w opublikowanym w lutym 2010 r. sprawozdaniu Brytyjskiego Urzędu ds. Usług Finansowych (*UK Financial Services Authority*) zatytułowanym „Ocena możliwych źródeł ryzyka systemowego wynikającego z funduszy hedgingowych” (*Assessing the possible sources of systemic risk from hedge funds*), w którym stwierdza się, że główne fundusze hedgingowe nie powodują destabilizującego ryzyka kredytowego kontrahenta. EKES jest świadom dyskusji, którą wywołał wniosek, a zwłaszcza propozycji Rady Unii Europejskiej i Parlamentu Europejskiego (sprawozdawca Jean-Paul Gauzès). Ze swojej strony Komitet przedstawia szereg uwag i zaleceń mających na celu skorygowanie pewnych decyzji i wytycznych przedstawionych we wniosku, które – nie przynosząc dużych korzyści z punktu widzenia ochrony inwestorów i rzetelności rynku – mogłyby być jednocześnie niekorzystne nie tylko dla sektora funduszy alternatywnych, ale również dla całego systemu gospodarczego. Za punkt odniesienia dla swoich uwag EKES przyjmuje wydaną przez siebie w 2009 r. opinię w sprawie funduszy *private equity* i funduszy hedgingowych<sup>(1)</sup>, w której stwierdził, że w gospodarczych ramach europejskiej gospodarki rynkowej ich wpływ na zatrudnienie oraz kwestie społeczne jest istotniejszy niż ich oddziaływanie finansowo-gospodarcze.

1.2 Kryzys w Grecji zwrócił uwagę na kwestię zadłużenia państwa. Komitet jest świadom różnych opinii na temat roli,

jaką fundusze hedgingowe mogły odegrać w pogłębieniu kryzysu, i uważa, że kwestia ta wymaga natychmiastowej uwagi oraz głębszego przemyślenia.

1.3 Dyrektywa wprowadza zharmonizowane ramy prawne dla sektora funduszy alternatywnych, również w związku z potrzebą odpowiedniego monitorowania ryzyka makroostrożnościowego dla europejskiego sektora finansowego. Zawiera ona ponadto szczegółowe przepisy, które zdaniem EKES-u są trudne do skutecznego dostosowania do bardzo różnorodnych produktów wytwarzanych w tym sektorze. EKES ma zatem nadzieję, że przyjęte zostanie bardziej funkcjonalne podejście w celu uwzględnienia wielkiej różnorodności produktów objętych definicją funduszy alternatywnych.

1.4 EKES uważa, że kluczowe znaczenie ma bezzwłoczne podjęcie rozmów z władzami głównych krajów pozaeuropejskich w celu wsparcia przyjęcia wspólnych międzynarodowych norm nadzoru bankowego w odniesieniu do alternatywnych funduszy inwestycyjnych, na wzór norm opracowanych przez Komitet Bazylejski w sektorze bankowym. W przeciwnym razie przepisy można by z łatwością obejść, przenosząc określoną działalność poza obszar obowiązywania europejskiego prawodawstwa. Naraziłoby to konkurencyjność istotnych branż europejskiego sektora finansowego, wywierając negatywny wpływ na zatrudnienie, a także tworzenie dobrobytu i bogactwa. Ustanowienie w przyszłości Europejskiego Organu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) może ułatwić wdrażanie przepisów, zwłaszcza na szczeblu ponadnarodowym.

1.5 Dyrektywa **umożliwia między innymi ustalenie limitów finansowania dłużnego**. EKES nie sprzeciwia się temu stanowisku, lecz zwraca się o wyraźne wskazanie, na podstawie jakich kryteriów można ustalić takie limity dla różnych rodzajów produktów, a także jakie środki ochronne zostaną wprowadzone w celu ograniczenia ich efektu procyklicznego.

<sup>(1)</sup> Dz. U. C 128 z 18.5.2010, s. 56.

1.6 EKES uważa, że do zagwarantowania przejrzystości rynku i ochrony inwestorów konieczne jest rozszerzenie na wszystkie spółki obowiązku rejestracji i przekazywania podstawowych informacji. Informacje powinny być zróżnicowane w zależności od produktów i progów. Niemniej Komitet uważa, że należy przeprowadzić bardziej wnikliwą analizę empiryczną niż czyniła to do tej pory Komisja.

1.7 Co się tyczy wymogów sprawozdawczych wobec spółek zarządzających funduszami *private equity*, EKES docenia gotowość do zwiększenia ich przejrzystości, zwłaszcza jeżeli celem jest ochrona zainteresowanych stron, takich jak udziałowcy mniejszościowi i pracownicy. Komitet uważa ponadto, że przepisy te nie powinny wpływać na fundusze *private equity* w sposób dyskryminujący a jednocześnie faworyzujący inne fundusze inwestycyjne znajdujące się w posiadaniu inwestorów prywatnych lub instytucjonalnych. Wniosek dotyczący dyrektywy przewiduje ponadto zwolnienie z tych zobowiązań funduszy inwestujących wyłącznie w MŚP. EKES podkreśla jednak, że ochrona inwestorów i rzetelności rynku to niepodważalne zasady, które powinny dotyczyć wszystkich spółek zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi.

## 2. Wprowadzenie

2.1 Nazwa alternatywne fundusze inwestycyjne odnosi się do wszystkich funduszy, które nie wchodzą w zakres stosowania dyrektywy UCITS, a zatem są to na przykład fundusze hedgingowe, fundusze *private equity*, kapitał typu „venture”, fundusze inwestujące na rynku nieruchomości lub surowców oraz fundusze inwestycji infrastrukturalnych, obejmujące między innymi **sektor, który zgodnie z terminologią zastosowaną w sprawozdaniu grupy de Larosièrè'a, definiuje się jako „równoległy system bankowy”**.

2.2 W 2009 roku EKES opracował opinię na temat funduszy hedgingowych i funduszy *private equity*, nie uwzględnił w niej jednak dyrektywy w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. W opinii tej Komitet skupił się wyłącznie na wpływie tych funduszy na zatrudnienie i kwestie społeczne. Komitet zauważa, że wniosek dotyczący dyrektywy w sprawie ZAFI wywołał szeroką dyskusję zwłaszcza na temat zatrudnienia i kwestii społecznych. Zdaniem EKES-u wnioski i zalecenia przedstawione we wspomnianej opinii stanowią istotny punkt odniesienia w debacie poświęconej dyrektywie.

2.3 Jak podkreślono również w sprawozdaniu grupy de Larosièrè'a, na wybuch kryzysu finansowego wpłynęły nadmiar środków płynnych, znaczna nierównowaga na rynkach finansowych i surowcowych oraz inne czynniki makroekonomiczne. Duża ilość środków płynnych doprowadziła do zbagatelizowania ryzyka związanego nieodłącznie z samymi środkami płynnymi, na które w procesie kontroli i zarządzania ryzykiem ze strony zarówno podmiotów, jak i na poziomie przepisów ostrożnościowych zwracano mniejszą uwagę niż na ryzyko kredytowe i rynkowe.

2.4 Nie możemy dzisiaj stwarzać pozorów, że nic się nie stało, i musimy uczyć się na błędach, które dużo kosztowały światową gospodarkę i które mogły być naprawdę tragiczne

w skutkach. **Środki płynne wymagają możliwie jak najbardziej przejrzystych rynków i systemów finansowych.**

2.5 Dyrektywa powinna być **okazją do poczynienia rzeczywistych postępów na drodze do przejrzystości sektora funduszy alternatywnych**, który okazał się być z pewnością pozbawiony tej cechy.

2.6 EKES uważa, że jest to konieczne nie ze względu na wady, niedoskonałości i zagrożenia tego sektora, lecz ze względu na bezsprzeczną konieczność **uznania kwestii przejrzystości i płynności za priorytet programu działania**.

2.7 Propozycje będące obecnie przedmiotem dyskusji w ramach UE, a dotyczące nadzoru finansowego zarówno na poziomie makro, jak i na poziomie mikro, mają absolutnie nieodzowne znaczenie dla przetrwania jednolitego rynku <sup>(2)</sup>.

2.8 W USA prezydent Barack Obama zapoczątkował proces radykalnych przemian i innowacji systemu regulacji i nadzoru. Jest jeszcze za wcześnie, by ocenić wyniki, jakie przyniosą amerykańskie inicjatywy.

2.9 **W związku z tym UE powinna wzmocnić starania, by na szczeblu międzynarodowym bezzwłocznie podjęto działania na rzecz przejrzystości i rzetelności rynku. EKES podkreśla jednak, że sama regulacja nie może zagwarantować rozwiązania problemów, które są związane również z nieroztropnymi zachowaniami zawodowych inwestorów.**

2.10 EKES popiera sześć ogólnych zasad dotyczących regulacji w zakresie funduszy hedgingowych, które Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO) zaproponowała w czerwcu 2009 r. Ostatnio (25 lutego 2010 r.) IOSCO opublikowała także wymogi informacyjne w zakresie ryzyka systemowego, dotyczące funduszy hedgingowych. Obejmują one jedenaście kategorii danych. EKES zaleca Komisji, by oparła się na tych zasadach i wykorzystała je w regulacjach dotyczących ZAFI przewidzianych w proponowanej dyrektywie.

2.11 Choć IOSCO zakończyła już analizę ryzyka dla systemu finansowego, jakie wiąże się z funduszami *private equity*, nie przedstawiono jeszcze żadnych propozycji uregulowań. EKES zaleca Komisji, by dostosowała zasady IOSCO dotyczące funduszy hedgingowych, tak aby odpowiadały charakterystyce funduszy *private equity*.

## 3. Wniosek dotyczący dyrektywy

3.1 Wniosek dotyczący dyrektywy ma na celu wprowadzenie regulacji, które dotyczą zarządzających funduszami, a nie produktów. **Rezygnację z bezpośredniej interwencji w sprawie produktów uzasadnia fakt, że alternatywne fundusze inwestycyjne mogą być definiowane wyłącznie poprzez wykluczenie, gdyż nie zostały one zharmonizowane przez dyrektywę UCITS, a zatem Komisja uważa, że jakkolwiek interwencja mająca na celu bezpośrednie uregulowanie produktów bardzo szybko okazałaby się nieaktualna.**

<sup>(2)</sup> Opinia w sprawie nadzoru makro- i mikroostrożnościowego.

3.2 Jednak wiele aspektów uregulowania dotyczącego podmiotów zarządzających funduszami ma siłą rzeczy również poważne konsekwencje dla działania i cech samych funduszy.

3.3 Wniosek dotyczący dyrektywy ma dwa główne cele:

- umożliwienie skuteczniejszego nadzoru mikroostrożnościowego i makroostrożnościowego, który wymaga dogłębnego zrozumienia dynamiki sektora, również poza granicami danego kraju;
- wspieranie integracji rynku i rozwoju jednolitego rynku umożliwiające zarządzającym korzystanie ze swego rodzaju europejskiego paszportu dla swych produktów, co przynosi pozytywne skutki z punktu widzenia korzyści skali i możliwości wyboru dla inwestorów.

3.4 Te główne cele można realizować poprzez złożony zestaw szczegółowych działań, które nadają kształt następującym aspektom wniosku:

3.4.1 **Wszyscy zarządzający funduszami alternatywnymi, których aktywa przewyższają określony próg *de minimis*, powinni uzyskać zezwolenie.** Wyłączenie z postanowień dyrektywy przewiduje się dla tych zarządzających, których całkowita wartość aktywów jest mniejsza niż 100 mln euro. Próg ten wzrasta do 500 mln, jeżeli zarządzający nie stosują dźwigni finansowej i inwestorzy nie mają prawa do umorzeń przez pięć pierwszych lat istnienia funduszu.

3.4.1.1 Wydawaniem zezwoleń zajmują się właściwe organy państwa członkowskiego pochodzenia. Zezwolenie jest uzależnione od spełnienia wysoce ustrukturyzowanych wymogów dotyczących organizacji i przejrzystości.

3.4.1.2 Zarządzający muszą mieć swoją siedzibę w UE. Mogą oni przekazać funkcje administracyjne podmiotom zagranicznym: **funkcję depozytariusza mogą sprawować wyłącznie instytucje kredytowe mające siedzibę w UE.** Dalsze przekazywanie funkcji, z wyjątkiem funkcji depozytariusza, jest wyraźnie zabronione, a w każdym razie podlega restrykcyjnym warunkom.

3.4.1.3 W dyrektywie powierza się Komisji zadanie ustalania progów w odniesieniu do dźwigni finansowej, tak by zagwarantować stabilność i rzetelność systemu finansowego.

3.4.2 Spełnianie wymogów przewidzianych w dyrektywie umożliwiłoby zarządzającym swobodną sprzedaż swych produktów inwestorom branżowym (zdefiniowanym w dyrektywie w sprawie rynków instrumentów finansowych) we wszystkich państwach członkowskich. Zarządzający mogą również dystrybuować fundusze mające siedzibę w krajach trzecich, lecz podlegają one szeregowi warunków zapobiegających dalszym zagrożeniom, jakie mogą wystąpić na rynkach lub zakłóceniom systemów podatkowych.

#### 4. Uwagi Komitetu

4.1 EKES wypowiedział się już w swej opinii<sup>(3)</sup> w sprawie zaleceń **grupy de Larosière'a** i w pełni się zgadza z potrzebą wprowadzenia ponadnarodowego nadzoru, który jednak wymaga doprecyzowania wystarczająco jednolitych ram prawnych. Wziąwszy pod uwagę fakt, że ustanowienie nowych europejskich organów nadzoru nie wyklucza kompetencji organów krajowych, ważne jest, by europejskie organy nadzoru opracowały wspólny zestaw zasad dotyczących samego nadzoru. Lepsza znajomość sektora funduszy alternatywnych i jego większa przejrzystość mogą mieć istotne znaczenie dla zwiększenia rzetelności rynku i ochrony inwestorów, a także położyć podwaliny pod skuteczny nadzór makroostrożnościowy. Dyrektywa może być okazją do realizacji tak istotnego celu, **pod warunkiem że uniknie się nadmiernie uciążliwych ograniczeń.** Z tego powodu Komitet opowiada się za zachowaniem szczególnej ostrożności i rozważa, kiedy wymogi prawne wykraczają poza minimalne ramy sprawozdawcze konieczne do prowadzenia nadzoru mikroostrożnościowego.

4.2 EKES uważa, że sprawą niecierpiącą zwłoki jest ustalenie ram prawnych, które poprawią warunki umożliwiające osiągnięcie lepszej jakości kryteriów struktury zarządzania ZAFI. Warunek ten jest ważniejszy od wielu innych szczegółowych przepisów, które prowadzą do podniesienia kosztów spółki, niekoniecznie zwiększając gwarancje dla rynku, jak stanowczo podkreśla zalecenie 1 **sprawozdania grupy de Larosière'a.**

4.3 EKES przypomina dwa inne zagadnienia poruszone w **powyższym sprawozdaniu**, które – nawiązując do przeglądu ram programu Bazylea II – podkreśla fakt, że z kryzysu finansowego można wysnuć dwa istotne wnioski:

- system finansowo-gospodarczy powinien dysponować wyższym kapitałem własnym;
- obowiązujące ramy prawne wywierają silny wpływ procykliczny, gdyż zamiast złagodzić wahania rynkowe, doprowadziły do ich nasilenia.

4.3.1 Propozycja wprowadzenia limitów finansowania dłużnego i ograniczenia dźwigni finansowej funduszy (tzw. *leverage cap*) zmierza ku pożądanemu podwyższeniu kapitału własnego. EKES podziela obawy dotyczące zagrożenia, jakie nadmierne dźwignia stwarza dla systemu finansowego: kwestią nadmiernego zadłużenia należy się zająć, pamiętając również o innych cechach funduszy, takich jak na przykład ich wielkość. EKES ma nadzieję, że zostanie zbadana możliwość ustalenia jasno określonego maksymalnego poziomu dźwigni finansowej.

4.3.2 By zachować kontrolę nad ryzykiem systemowym, należy pamiętać, że największe banki są często głównymi maklerami, a zatem pożyczają fundusze na fundusze hedgingowe. Kontrola nad takimi głównymi maklerami jest równie istotna, jak kontrola nad pożyczającymi fundusze. Podejmując decyzję o przeglądzie dyrektyw w sprawie wymogów kapitałowych banków, właściwe organy muszą zagwarantować, że pożyczki te będą pokryte odpowiednią ilością kapitału.

<sup>(3)</sup> Dz.U. C 318/2009, s. 57.

4.3.3 Wreszcie, należy wziąć pod uwagę fakt, że maksymalny poziom dźwigni może oddziaływać w sposób procykliczny. Jest prawdopodobne, że poziom ten zostanie przekroczony, kiedy wartość inwestycji spadnie, wskutek czego zarządzający może być zmuszony do zlikwidowania swych własnych aktywów poprzez dalsze obniżenie ich wartości rynkowej w celu ponownego zmieszczenia się w limicie. EKES omówił już kwestię procykliczności przepisów prawnych w swej opinii w sprawie sprawozdania grupy de Larosière'a. Chociaż przyznaje, że ustalenie, kiedy należy złagodzić, a kiedy zaostrzyć ograniczenia, może być trudne, to uważa, że przyjęcie pewnego stopnia elastyczności w stosunku do niektórych ograniczeń może zmniejszyć procykliczność przepisów.

4.4 EKES wyraża wątpliwości co do kwestii progów *de minimis*, poniżej których spółki byłyby wyłączone z zakresu stosowania przepisów dyrektywy. Zasadniczo EKES uważa, że wszystkie spółki powinny zostać poddane wymogowi rejestracji, a w związku z tym również wymogowi przekazywania podstawowych informacji niezbędnych do zapewnienia minimalnych warunków rzeczywistej przejrzystości rynku w celu ochrony inwestorów.

4.4.1 Aby zapewnić przejrzystość i ochronę inwestorów należy podnieść wymogi dotyczące bardziej szczegółowych informacji, być może z podziałem według produktów i progów. EKES uważa jednak, że konieczne jest przeprowadzenie bardziej wnikliwej analizy empirycznej niż do tej pory w celu znalezienia racjonalnego kryterium ustanawiania wspomnianych progów *de minimis*.

4.4.2 Zdaniem EKES-u opublikowane ostatnio wymogi informacyjne IOSCO w zakresie ryzyka systemowego, dotyczące funduszy hedgingowych (które można dostosować do potrzeb innych alternatywnych funduszy inwestycyjnych) są krokiem we właściwym kierunku. Określono w nich jedenaście kategorii danych: od informacji na temat zarządu i doradców, do przedstawiania których zobowiązane byłyby wszystkie fundusze, aż po informacje na temat pożyczek, ryzyka i ekspozycji kontrahentów, które wymagane byłyby od dużych funduszy lewarowanych. Te cieszące się międzynarodowym poparciem wytyczne, wywodzące się z inicjatyw grupy G20 i Rady Stabilności Finansowej, wejdą w życie we wrześniu 2010 r.

4.5 Powyższe argumenty wynikają z przekonania, że sektor funduszy alternatywnych jest zbyt zróżnicowany, by móc objąć go całkowicie jednolitymi ramami prawnymi w odniesieniu do wszystkich, różnorodnych produktów składających się na niego. W praktyce spółki zarządzające specjalizują się w określonej dziedzinie (na przykład w funduszach inwestujących na rynku nieruchomości, funduszach hedgingowych, funduszach *private equity*). Wniosek dotyczący dyrektywy poświęca szczególną uwagę wyłącznie funduszom stosującym dźwignię finansową i funduszom *private equity*. Jak przekonuje opinia z inicjatywy własnej EKES-u w sprawie wpływu funduszy inwestycyjnych na przemiany w przemyśle (sprawozdawca: Peter MORGAN), różnorodność funduszy alternatywnych jest tak duża, że wymaga bardziej zróżnicowanego podejścia.

4.6 EKES ma nadzieję, że inicjatywa komisarza Michela Barniera w sprawie wprowadzenia wspólnego paszportu europejskiego, który obejmowałby również zarządzających i fundusze mające siedzibę poza UE, może zapoczątkować opracowanie wspólnych międzynarodowych rozwiązań.

4.6.1 EKES popiera propozycję takiego samego traktowania również funduszy mających siedzibę poza UE. EKES ma nadzieję, że Komisja upewni się, czy normy jakościowe i normy przejrzystości zarządzających i funduszy zagranicznych są istotnie równoważne normom wspólnotowym.

4.6.2 Ze względu na to, że wniosek dotyczący dyrektywy powinien być także okazją do podniesienia poziomu gwarancji funduszy spoza UE, bez stwarzania dla nich dyskryminujących warunków i tym samym wykluczania ich z jednolitego rynku, EKES zwraca się o natychmiastowe wyjaśnienie, jakie warunki spełnić będą musiały te fundusze, aby stać się przedmiotem swobodnego obrotu na jednolitym rynku.

4.7 EKES jest zdania, że jeżeli przyjęciu dyrektywy nie będą towarzyszyć podobne działania na szczeblu głównych krajów pozaeuropejskich, to jej przepisy mogą zostać z łatwością ominięte poprzez przeniesienie określonej działalności poza obszar obowiązywania europejskiego prawodawstwa. Byłoby to zagrożeniem dla konkurencyjności istotnych branż europejskiego sektora finansowego, wywierając negatywny wpływ na zatrudnienie, a także tworzenie dobrobytu i bogactwa.

4.8 EKES zastanawia się, czym uzasadniony jest wymóg, by depozytariusz był instytucją kredytową. Istnienie niezależnego depozytariusza jest istotną formą gwarancji, która zapobiega zachowaniom oszukańczym bądź szkodliwym dla inwestorów. EKES zdecydowanie popiera wprowadzenie w tym zakresie bardziej restrykcyjnych przepisów. Komitet zwraca się jednak o wyjaśnienie, dlaczego zamierza się ograniczyć funkcję depozytariusza wyłącznie do instytucji kredytowych wobec faktu, że dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych dopuszcza innych pośredników do przechowywania aktywów klientów.

4.9 Do funduszy alternatywnych należą również tak zwane fundusze *private equity*, które inwestują w kapitał udziałowy przedsiębiorstw nienotowanych na rynku regulowanym.

4.9.1 Fundusze *private equity* są istotnym źródłem kapitału wysokiego ryzyka dla innowacyjnych lub nowo powstających przedsiębiorstw, a także dla przedsiębiorstw w fazie ekspansji czy restrukturyzacji. EKES zastanawiał się już<sup>(4)</sup> nad kwestią wpływu, jaki fundusze *private equity* mogą wywrzeć na system gospodarczy i przemiany w przemyśle.

4.9.2 Wniosek dotyczący dyrektywy poświęca wiele artykułów (rozdział V, sekcja 2) funduszom, które przejmują kontrolę nad spółkami nienotowanymi na rynku regulowanym (a ściślej rzecz ujmując, funduszom, które przejmują przynajmniej 30 % praw głosu).

4.9.3 Informacje, które należy przekazywać, są bardzo szczegółowe, i w wielu aspektach porównywalne do tych, których wymaga się w wypadku przejęcia przedsiębiorstwa notowanego na rynku regulowanym. Ponadto konieczne jest stworzenie kodeksu zarządzania spółkami podobnego do kodeksu wymaganego dla przedsiębiorstw notowanych na rynku regulowanym. Wszystkie te informacje powinny być dostarczone spółkom, ich akcjonariuszom, przedstawicielom pracowników, a także samym pracownikom.

<sup>(4)</sup> Dz. U. C 128 z 18.5.2010, s. 56.

4.9.4 EKES zgadza się z zakresem obowiązków przewidzianych w dziedzinie zarządzania, sprawozdawczości i ujawniania informacji, zwłaszcza jeżeli ich celem jest ochrona interesów zainteresowanych stron, takich jak udziałowcy mniejszościowi i pracownicy. Uważa ponadto, że przepisy te nie powinny dyskryminować funduszy *private equity* z korzyścią dla innych funduszy inwestycyjnych znajdujących się w posiadaniu innych inwestorów prywatnych lub instytucjonalnych.

4.9.5 EKES wzywa, by przepisy te miały zastosowanie począwszy od udziału zapewniającego 25 % praw głosu oraz aby kodeks ładu korporacyjnego jednoznacznie chronił obowiązujące zbiorowe układy pracy. Należy przedstawiać potencjalne konsekwencje dla pracowników, a wszelkie informacje powinny być przekazywane w sposób wiarygodny i bez opóźnień. W przypadku niedopełnienia obowiązków informacyjnych

i konsultacyjnych wszelkie decyzje podjęte przez ZAFI lub docelową spółkę są bezskuteczne.

4.9.6 EKES proponuje, by dyrektywa przewidywała minimalne wskaźniki wypłacalności i płynności, które miałyby zastosowanie do spółek docelowych. Dywidendy należy ograniczyć do jednej wypłaty rocznie, a ich wysokość nie powinna przekraczać wysokości dochodów. W przypadku spółek docelowych niespełniających minimalnych wskaźników wypłata dywidendy nie powinna mieć miejsca.

4.10 Ze wspomnianych wymogów sprawozdawczych zwolnione są przejęcia kontroli nad MŚP. Komitet krytycznie ocenia ten aspekt dyrektywy, ponieważ ochrona inwestorów i rzetelność rynku to niepodważalne zasady, które powinny dotyczyć wszystkich spółek zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi.

Bruksela, 29 kwietnia 2010 r.

Przewodniczący  
Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego  
Mario SEPI

---