

UNIA EUROPEJSKA

Reforma AIFMD i UCITS. Co czeka branżę funduszy inwestycyjnych?

Dyrektywa 2024/927 kładzie nacisk na realną obecność operacyjną funduszy w UE, pełną harmonizację narzędzi zarządzania płynnością oraz rozszerzone obowiązki raportowe dla zarządzających.



MARIUSZ BIAŁY

Counsel w Krzysztof Rożko
i Wspólnicy Kancelaria Prawna

Unijna dyrektywa 2024/927 z dnia 13 marca 2024 r. stanowi ważny krok na drodze ewolucji regulacji prawnych określających zasady tworzenia i działalności zarówno przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), kierowanych przede wszystkim do inwestorów detalicznych, jak i alternatywnych funduszy inwestycyjnych (AIF), które z założenia dedykowane są inwestorom o wyższym poziomie wiedzy i doświadczenia w zakresie inwestowania.

Komisja Europejska (KE), dokonując przeglądu funkcjo-

pomiędzy reżimem UCITS i AIFMD w takich obszarach, jak delegowanie funkcji, przechowywanie aktywów, raportowanie nadzorcze oraz zarządzanie ryzykiem utraty płynności.

Reforma może być zatem postrzegana jako taka, która ma charakter systemowy. Jej głównym celem jest bowiem zwiększenie stabilności finansowej, ograniczenie ryzyk płynnościowych oraz zmniejszenie rozbieżności regulacyjnych pomiędzy funduszami alternatywnymi a tymi, które kierowane są do inwestorów detalicznych. Zmiany te są odpowiedzią na kilka równoległych zjawisk rynkowych, mianowicie na: wzrost znaczenia funduszy private markets, rosnącą rolę funduszy będących alternatywnym źródłem finansowania dłużnego dla gospodarki (loan origination oraz private debt funds), zwiększoną transgraniczność zarządzania aktywami oraz doświadczenia związane z okresami napięć płynnościowych na rynkach finansowych.

Państwa członkowskie zostały zobligowane do wydania

do struktur typu „letter-box entities”, czyli podmiotów, które formalnie spełniają wymogi licencyjne, ale faktycznie zarządzanie jest w znacznym stopniu outsourcowane poza UE. Organy nadzoru oraz ESMA otrzymują w tym zakresie rozszerzone kompetencje kontrolne, co wprost wpływa na modele organizacyjne globalnych grup asset management.

Zarządzanie płynnością

Jednym z kluczowych elementów zmian jest pełna harmonizacja i obligatoryjne wdrożenie narzędzi zarządzania płynnością (Liquidity Management Tools – LMT) zarówno w funduszach AIF, jak i UCITS.

Do katalogu tych narzędzi zalicza się m.in. swing pricing, redemption gates, notice periods, mechanizmy opłat za umorzenie jednostek uczestnictwa, a także tzw. side pockets. Ich wspólnym celem jest ograniczenie ryzyka destabilizacji funduszy inwestycyjnych w sytuacjach masowych umorzeń oraz zapobie-

oceny zdolności kredytowej oraz zastrzone standardy zarządzania konfliktami interesów.

Celem tych zmian jest z jednej strony umożliwienie dalszego rozwoju segmentu private debt jako alternatywnego źródła finansowania gospodarki, z drugiej zaś dążenie do mitygowania ryzyka nadmiernej koncentracji i potencjalnych efektów systemowych związanych z działalnością kredytową funduszy inwestycyjnych.

Reforma wprowadza również istotne zmiany w zakresie funkcjonowania depozytariuszy oraz zasad outsourcingu usług w łańcuchu zarządzania

zaawansowanej analizy ryzyka systemowego w oparciu o jednolite i porównywalne dane. W praktyce oznacza to przejście od nadzoru opartego na raportach okresowych do modelu nadzoru opartego na danych (data-driven supervision), który pozwala na bardziej proaktywne identyfikowanie ryzyk w systemie finansowym.

Konwergencja reżimu

Reforma UCITS i AIFMD ukierunkowana została na wzmocnienie systemowej odporności całego rynku, ograniczenie ryzyka destabilizacji

” Obowiązkowe narzędzia zarządzania płynnością w funduszach AIF i UCITS mają ograniczyć ryzyko destabilizacji i zapobiegać efektom procyklicznym w sytuacjach masowych umorzeń

” Nowy model regulacyjny przesuwając punkt ciężkości w stronę substance-based regulation, wymagając rzeczywistej obecności operacyjnej zarządzających funduszami w Unii Europejskiej

nowania dyrektywy 2011/61/UE (AIFMD), zidentyfikowała obszary wymagające dalszej harmonizacji i doprecyzowania. W szczególności wskazano na potrzebę ujednolicenia zasad dotyczących zarządzających AFI inwestujących w instrumenty dłużne poprzez udzielanie pożyczek, doprecyzowania reżimu delegowania funkcji do podmiotów trzecich (outsourcing), zapewnienia równych warunków działania dla powierników (depozytariuszy), w tym poprawy transgranicznego dostępu do usług depozytowych, jak również zwiększenia efektywności i jakości gromadzenia danych nadzorczych oraz ujednolicenia podejścia do stosowania narzędzi zarządzania płynnością w całej Unii Europejskiej.

Analogiczne potrzeby regulacyjne zidentyfikowano również w odniesieniu do funduszy UCITS, w przypadku których uznano, że solidne zasady delegowania, równe traktowanie podmiotów świadczących usługi powiernicze, spójne i mniej obciążające sprawozdawczo systemy raportowania oraz jednolite podejście do zarządzania ryzykiem płynności są kluczowe dla prawidłowego funkcjonowania tego segmentu rynku. W konsekwencji uznano za konieczne wprowadzenie równoległych zmian w dyrektywie 2009/65/WE (dyrektywa UCITS), tak aby zapewnić spójność regulacyjną

przepisów mających na celu implementację postanowień dyrektywy 2024/927 w terminie do 16 kwietnia 2026 r., a w pewnym zakresie do dnia 16 kwietnia 2027 r. W Polsce zakończone zostały prace nad zmianami do ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, koordynowane przez Ministerstwo Finansów i Gospodarki (numer projektu UC105), które – choć termin na implementację już upłynął – nie zostały jeszcze zakończone.

Nowa architektura regulacyjna

Jednym z fundamentalnych kierunków reformy jest odejście od dotychczasowego modelu, w którym europejski system funduszy inwestycyjnych w dużej mierze opierał się na szerokiej swobodzie delegowania funkcji zarządzania do podmiotów zewnętrznych, często zlokalizowanych w innych jurysdykcjach.

Nowy model regulacyjny przesuwając punkt ciężkości w stronę tzw. substance-based regulation. Oznacza to, że zarządzający funduszami będą musieli wykazać rzeczywistą obecność operacyjną w Unii Europejskiej, obejmującą nie tylko formalną rejestrację, ale także realne wykonywanie funkcji decyzyjnych, zarządczych i kontrolnych.

W praktyce oznacza to istotne zastrzeżenie podejścia

ganie efektem procyklicznym, które mogą wzmacniać wahań na rynkach.

Dotychczas stosowanie takich narzędzi miało charakter w dużej mierze fakultatywny i zależało od decyzji zarządzającego oraz krajowych regulacji. Po reformie staje się elementem obowiązkowego standardu zarządzania ryzykiem w całej Unii Europejskiej.

W konsekwencji zmienia się również filozofia zarządzania funduszami inwestycyjnymi otwartymi (FIO): z modelu opartego na elastyczności operacyjnej przechodzi się do modelu opartego na predefiniowanych mechanizmach stabilizacyjnych, które podlegają aktywacji w określonych warunkach rynkowych.

Istotnym elementem reformy jest kompleksowe uregulowanie działalności funduszy udzielających finansowania (loan origination funds), które w ostatnich latach stały się jednym z najszybciej rozwijających się segmentów rynku alternatywnego.

Dotychczas działalność ta była regulowana w sposób niejednolity w poszczególnych państwach członkowskich, co prowadziło do arbitrażu regulacyjnego i różnic w standardach zarządzania ryzykiem. Nowe przepisy wprowadzają jednolite ramy na poziomie UE, obejmujące m.in. limity koncentracji ekspozycji kredytowych, wymogi dywersyfikacji portfela, obowiązki w zakresie

aktywami. Przewidziano np. większą elastyczność w zakresie świadczenia usług custody na poziomie transgranicznym, co ma ułatwić funkcjonowanie międzynarodowych grup finansowych.

Jednocześnie jednak wzmocniono odpowiedzialność depozytariuszy oraz zarządzających za cały łańcuch outsourcingu. Oznacza to, że nawet w przypadku przekazywania funkcji operacyjnych podmiotom trzecim, odpowiedzialność regulacyjna pozostaje po stronie zarządzającego i depozytariusza. Zmiany te wpisują się w szerszy trend zwiększania

funduszy w warunkach skrajnych, a także na poprawę atrakcyjności europejskiego rynku dla inwestorów instytucjonalnych w dłuższym okresie. Drogę do realizacji tych założeń wytycza dążenie do stopniowej konwergencji obu reżimów regulacyjnych, oparte na zbliżeniu standardów zarządzania ryzykiem i płynnością oraz ujednoliceniu podejścia nadzorczego w UE w obu segmentach rynku funduszy.

W wyniku zmian UCITS przejmą zatem część rozwiązań charakterystycznych dla AIFMD, zwłaszcza w obszarze narzędzi płynnościowych i zarządzania ryzykiem, nato-

” Rozszerzone raportowanie i konwergencja reżimów UCITS i AIFMD umożliwią bardziej proaktywną identyfikację ryzyk systemowych i wzmocnią spójność europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych

nadzoru nad ryzykiem operacyjnym w sektorze finansowym, szczególnie w kontekście rosnącej złożoności globalnych łańcuchów usług finansowych.

Rozszerzone raportowanie

Ważny aspekt zmian wprowadzanych za sprawą dyrektywy 2024/927 stanowi znaczące rozszerzenie obowiązków raportowych zarządzających funduszami. Nowy model raportowania obejmuje bardziej szczegółowe dane dotyczące struktury portfela, poziomu dźwigni finansowej, profilu płynności, koncentracji ekspozycji oraz ryzyk rynkowych i kredytowych.

Celem tych rozwiązań jest umożliwienie organom nadzoru w państwach członkowskich (np. KNF) oraz ESMA prowadzenia jeszcze bardziej

miast AIFMD poddane zostaną m.in. wzmocnionym wymogom dotyczącym rzeczywistej obecności operacyjnej w UE. W rezultacie oczekuje się ograniczenia arbitrażu regulacyjnego między segmentem funduszy detalicznych i alternatywnych, a rynek funduszy stanie się bardziej spójny i jednolity.

Należy zakładać, że nadchodzące zmiany będą się wiązały ze wzrostem kosztów regulacyjnych, koniecznością wdrożenia narzędzi zarządzania płynnością (w przypadku FIO), rozwiązań w zakresie rozszerzonego raportowania, a w skali UE również ze wzrostem transgranicznej działalności operacyjnej w państwach członkowskich. Może to wiązać się również z koniecznością zaadaptowania modeli biznesowych części podmiotów zarządzających do nowych realiów prawnych i rynkowych. / ●