



EUROPA-  
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 25.11.2021  
COM(2021) 738 final

**RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET**  
**om funktionen af rammen for europæiske langsigtede investeringsfonde (ELTIF'er)**

## INDHOLDSFORTEGNELSE

|    |                                                                   |   |
|----|-------------------------------------------------------------------|---|
| 1. | BAGGRUND .....                                                    | 2 |
| 2. | ELTIF-RAMMENS FUNKTION: EVALUERING .....                          | 3 |
| 3. | BESTEMMELSER VEDRØRENDE INDLØSNING OG ELTIF'ERS LIVSCYKLUS.....   | 5 |
| 4. | MINIMUMSTÆRSKEL FOR INVESTERBARE AKTIVER.....                     | 5 |
| 5. | ELTIF'ER, DER MARKEDSFØRES AF FAIF'ER MED EN LAVERE TÆRSKEL ..... | 6 |
| 6. | INVESTERBARE AKTIVER OG INVESTERINGER .....                       | 6 |
| 7. | REGLER OM DIVERSIFICERING OG PORTEFØLJESAMMENSÆTNING .....        | 7 |
| 8. | LÅN AF KONTANTER .....                                            | 8 |
| 9. | KONKLUSIONER.....                                                 | 8 |

## 1. BAGGRUND

I forordning (EU) 2015/760 om europæiske langsigtede investeringsfonde ("ELTIF-forordningen")<sup>1</sup> fastlægges den europæiske retlige ramme for alternative investeringsfonde (AIF'er), der investerer i langsigtede projekter. Deres mål er at rejse og kanalisere kapital til europæiske langsigtede investeringer i realøkonomien og fremme Unionens mål om intelligent, bæredygtig og inklusiv vækst.

ELTIF'er investerer i en bred vifte af projekter såsom sociale infrastrukturer og transportinfrastruktur, realaktiver og små og mellemstore virksomheder (SMV'er). ELTIF'er har til formål at fremme langsigtede investeringer og tilbyde en ikkebankmæssig finansieringskilde til realøkonomien. I juni 2020 offentliggjorde Forummet på Højt Plan om Kapitalmarkedsunionen en rapport<sup>2</sup>, hvori det anbefalede en målrettet gennemgang af ELTIF'er for at forbedre deres ringe udbredelse på markedet og øge strømmen af langsigtet finansiering<sup>3</sup>.

I den reviderede handlingsplan for kapitalmarkedsunionen<sup>4</sup> anerkendes behovet for at støtte finansieringen af langsigtede investeringsprojekter og deltagelsen af detailinvestorer. Kommissionen forpligtede sig også til at revidere ELTIF-forordningen<sup>5</sup>. Denne revision har stærke forbindelser til kapitalmarkedsunionen, den europæiske grønne pagt<sup>6</sup>, energiunionen<sup>7</sup>, strategien for bæredygtig finansiering og andre vigtige EU-initiativer<sup>8</sup>. Den 2. december 2020 opfordrede Rådet for Den Europæiske Union Kommissionen til at revidere ELTIF-forordningen<sup>9</sup>.

Kravet om en evaluering af, hvordan den lovgivningsmæssige ramme for ELTIF fungerer, er fastsat i artikel 37 i ELTIF-forordningen, hvori det kræves, at revisionen analyserer indløsningspolitikker, kravene til diversificeringen af aktiverne, det omfang, hvori ELTIF'er markedsføres i Unionen, og det omfang, hvori listen over investerbare aktiver og investeringer skal ajourføres<sup>10</sup>.

---

<sup>1</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2015/760 af 29. april 2015 om europæiske langsigtede investeringsfonde (EUT L 123 af 19.5.2015, s. 98).

<sup>2</sup> Endelig rapport fra Forummet på Højt Plan om Kapitalmarkedsunionen — En ny vision for Europas kapitalmarkeder. 10. juni 2020. Kilde: [https://ec.europa.eu/info/files/200610-cmu-high-level-forum-final-report\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en).

<sup>3</sup> Ibid, s. 12.

<sup>4</sup> Meddelelse fra Kommissionen: En kapitalmarkedsunion for mennesker og virksomheder — ny handlingsplan. COM(2020) 590 final. 24. september 2020. Kilde: [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12498-En-kapitalmarkedsunion-for-mennesker-og-virksomheder-ny-handlingsplan\\_da](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12498-En-kapitalmarkedsunion-for-mennesker-og-virksomheder-ny-handlingsplan_da).

<sup>5</sup> Ibid., s. 8 (aktion 3).

<sup>6</sup> En europæisk grøn pagt. Kilde: [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_da](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_da).

<sup>7</sup> Strategi for energiunionen. Kilde: [https://ec.europa.eu/energy/topics/energy-strategy/energy-union\\_en](https://ec.europa.eu/energy/topics/energy-strategy/energy-union_en).

<sup>8</sup> Revisionen af ELTIF-rammen vil navnlig bidrage til EU's dagsorden for bæredygtig finansiering ved at kanalisere finansiering til de respektive langsigtede projekter, herunder potentialitet til at fremme bæredygtighedsmålene i forordning (EU) 2020/852 om fastlæggelse af en ramme til fremme af bæredygtige investeringer (EU-klassificeringsforordningen (EUT L 198 af 22.6.2020, s. 13)).

<sup>9</sup> Mere specifikt har Rådet opfordret Kommissionen til "at prioritere og fremskynde arbejdet med bl.a. at forbedre de lovgivningsmæssige rammer for langsigtede investeringsinstrumenter ved at revidere forordningen om europæiske langsigtede investeringsfonde (ELTIF) og derved navnlig tage hensyn til behovet for at støtte finansiering fra ikkebanksektoren til SMV'er og til langsigtede investeringer i infrastruktur, som er nødvendige for omstillingen til en bæredygtig og digital økonomi". Rådets konklusioner om Kommissionens handlingsplan for kapitalmarkedsunionen. 12898/1/20. ECOFIN 1023, punkt 19 e). Vedtaget den 2. december 2020. Kilde: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-12898-2020-REV-1/da/pdf>.

<sup>10</sup> Det hedder i artikel 37, stk. 2, i ELTIF-forordningen, at "efter [...] revisionen og efter høring af ESMA fremsender Kommissionen Europa-Parlamentet og Rådet en rapport med en vurdering af det bidrag, som denne forordning og ELTIF'er yder til gennemførelsen af Kapitalmarkedsunionen og til opnåelsen af de formål, der er fastsat i artikel 1, stk. 2. Rapporten ledsages, hvis det er hensigtsmæssigt, af et lovgivningsforslag."

Denne rapport bygger på teknisk rådgivning fra Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA)<sup>11</sup>, dokumentationsundersøgelser og feedback fra interessenter fra den offentlige høring. Heri peges der på en række hindringer for markedsvækst samt andre spørgsmål, der er relevante for ELTIF-rammens funktion<sup>12</sup>. Rapporten har til formål at informere Europa-Parlamentet og Rådet for Den Europæiske Union om de vigtigste områder, der er omfattet af revisionen, og om kort at tid fremlægge de vigtigste resultater<sup>13</sup>.

I forbindelse med evalueringen af ELTIF-rammen opsummeres de vigtigste resultater af evalueringen af den lovgivningsmæssige rammes virkemåde i denne rapport.

## **2. ELTIF-RAMMENS FUNKTION: EVALUERING**

Pr. oktober 2021 havde kun omkring 57 ELTIF'er med forvaltede nettoaktiver på ca. 2,4 mia. EUR fået tilladelse til at drive virksomhed. De indberettede ELTIF'er havde hjemsted i kun fire medlemsstater (Frankrig, Luxembourg, Italien og Spanien). Ifølge de oplysninger, som ESMA har indsamlet, er den samlede størrelse af ELTIF-markedet vokset fra lidt over 1,5 mia. EUR i 2020 til ca. 2,4 mia. EUR i 2021. Til trods for denne relative vækst er ELTIF'er fortsat et meget lille segment sammenlignet med den samlede størrelse af EU's AIF-marked på ca. 6,8 mia. EUR<sup>14</sup>.

Det lave antal ELTIF'er, deres lave nettoaktiver, den geografiske koncentration og porteføljesammensætningen tyder på, at ELTIF-branchen er underudviklet. Som følge heraf har ELTIF-rammen ikke realiseret sit fulde potentiale med hensyn til størrelse (navnlig med hensyn til forvaltede aktiver og antal fonde) og anvendelsesområde (f.eks. udvalget af investerbare projekter og investeringer)<sup>15</sup>. ELTIF'er har ikke opnået generel popularitet på markedet eller udnyttet deres potentiale til at kanalisere kapitalfinansiering til langsigtede investeringer.

### **2.1. Begrænsninger på efterspørgselssiden**

De vigtigste årsager til problemer på efterspørgselssiden er de regler, der pålægger begrænsninger og gør det vanskeligt for investorer at investere i ELTIF'er. De nuværende regler synes at skabe unødvendige hindringer for, at detailinvestorer kan komme ind på markedet. For eksempel er kravet i ELTIF-forordningen om, at kapitalforvalteren skal vurdere en detailinvestors viden og erfaring, delvist en gentagelse af den egnethedsvurdering,

---

<sup>11</sup> Se ESMA's svar til Europa-Kommissionen af 3. februar 2021 om, hvordan den lovgivningsmæssige ramme for ELTIF fungerer. ESMA34-46-99. Kilde: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-provides-input-commission-improvements-eltif>.

<sup>12</sup> Se navnlig analysen af ELTIF'ers indløsningspolitik og levetid i afsnit 3, diversificering af aktiver i afsnit 4, visse aspekter af markedsføringen af ELTIF'er i afsnit 5, investerbarheden af aktiver og investeringer i afsnit 6, diversificering og porteføljesammensætning i afsnit 7 samt bestemmelser om lån af kontanter i afsnit 8.

<sup>13</sup> Med henblik herpå foretages der i afdeling 2-7 en opsummering af evalueringen af ELTIF-rammen, indløsningsrelaterede bestemmelser og ELTIF'ers livscyklus, minimumstærskel for investerbare aktiver, markedsføring af ELTIF'er, der gennemføres af FAIF'er med en lavere tærskel, investerbare aktiver og investeringer, regler om diversificering og porteføljesammensætning og bestemmelser om lån af kontanter.

<sup>14</sup> ESMA's statistiske rapport 2021. Alternative investeringsfonde i EU, s. 6. Kilde: <https://www.esma.europa.eu/document/eu-alternative-investment-funds-2021-statistical-report> (7. juni 2021).

<sup>15</sup> Alle fonde var hjemmehørende i kun fire medlemsstater (Luxembourg, Frankrig, Italien og Spanien), mens ingen af de øvrige medlemsstater havde deres egne ELTIF'er. Register over godkendte ELTIF'er. ESMA34-46-101. Kilde: <https://www.esma.europa.eu/document/register-authorised-european-long-term-investment-funds-eltifs>.

der er omhandlet i direktiv 2014/65/EU om markeder for finansielle instrumenter (MiFID II)<sup>16</sup>.

Som anført i konsekvensanalysen udgør minimumsinitialinvesteringen på 10 000 EUR og begrænsningen på 10 % af de samlede investeringer for investorer med en finansiell portefølje på under 500 000 EUR endvidere en væsentlig hindring for detailinvestorer<sup>17</sup>. Selv når investorer ønsker at investere 10 000 EUR i en enkelt ELTIF, kan det være vanskeligt at investere i andre ELTIF'er og diversificere deres langsigtede portefølje på grund af kravet om en *samlet* tærskel på 10 %<sup>18</sup>. Desuden er både eksponeringstallene på 500 000 EUR og 10 % baseret på detailinvestorers egenindberetning, og kapitalforvaltere eller -distributører er ikke i stand til uafhængigt at kontrollere detailinvestorers reelle eksponering.

## 2.2. Begrænsninger på udbudssiden

De vigtigste årsager til problemer med ELTIF-rammen på udbudssiden består af restriktive fondsregler, der begrænser det tilgængelige investeringsunivers, fondsstrukturernes og investeringsstrategier og gør det mindre attraktivt for kapitalforvaltere at oprette ELTIF'er.

De nuværende regler for ELTIF'er indeholder visse bestemmelser, der synes at forhindre kapitalforvalterne i at forfølge en bredere vifte af investeringsstrategier. Hvis det blev gjort lettere for dem at gøre det, kunne det bidrage til at kanalisere mere finansiering til langsigtede investeringsprojekter. Disse bestemmelser synes derfor at hæmme ELTIF'ernes funktion og gøre dem mindre attraktive for porteføljeforvaltere end andre konkurrerende fondsstrukturer. Som følge heraf skal alle FAIF'er, når de vælger ELTIF-mærket for et investeringsinstrument, overholde et sæt "universelle" fondsregler uanset kundemålgruppen, den foretrukne investeringsstrategi og de underliggende porteføljeaktivers risikoprofil.

I den forbindelse blev den underliggende konflikt i ELTIF-rammen med hensyn til at forsøge at imødekomme behovene hos både professionelle investorer og detailinvestorer med et fælles regelsæt anerkendt i ESMA's tekniske rådgivning til Kommissionen af 3. februar 2021. ESMA anbefalede endvidere regler, der mere eksplicit sondrer mellem ELTIF'er, der udelukkende markedsføres blandt professionelle investorer, og ELTIF'er, der markedsføres blandt detailinvestorer.

Ved evalueringen af ELTIF-rammen blev det fastslået, at de samme fondsregler for både professionelle investorer og detailinvestorer ikke er kan opfylde de specifikke krav fra to meget forskellige kategorier af investorer med forskellige tidshorisonter, risikotolerancer og investeringsbehov og kan anses for at forhindre forvalterne i at tilbyde skræddersyede produkter<sup>19</sup>.

---

<sup>16</sup> EUT L 173 af 12.6.2014, s. 349, som ændret.

<sup>17</sup> Tærsklen på 10 % anvendes på et aggregeret niveau. Det betyder, at det samlede (aggregerede) beløb, som detailinvestorer tildeler ELTIF'er, ikke bør overstige 10 % af investorens portefølje i ELTIF'er.

<sup>18</sup> Man kunne forestille sig et scenarie, hvor en detailinvestor med en finansiell portefølje på 180 000 EUR har erhvervet kapitalandele eller andele i en ELTIF til en værdi af 10 000 EUR. En sådan investor ville på grund af de nuværende ELTIF-regler være forhindret i at købe andre ELTIF'er. Dette skyldes, at investoren samlet set kan købe for 18 000 EUR eller 10 % af sin samlede ELTIF-portefølje. Ved at købe den første ELTIF ville investoren imidlertid blive forhindret i at anvende de resterende 8 000 EUR til køb af en anden ELTIF på grund af kravet om en investering på mindst 10 000 EUR.

<sup>19</sup> Desuden kan detailinvestorers deltagelse i en ELTIF medføre større administrative byrder og dermed forbundne omkostninger ved markedsføringen af ELTIF'er blandt detailinvestorer sammenlignet med ELTIF'er, der udelukkende markedsføres blandt professionelle investorer. Selv om disse byrder kan synes at være håndterbare i praksis (et krav om et dokument med central investorinformation, en fortrydelsesret på to uger uden strafgebyr, ekstra procedurer og personale til at behandle eventuelle klager fra detailinvestorer osv.), blev de respektive bestemmelser anset for at gøre ELTIF'er, der udelukkende markedsføres blandt professionelle investorer, mindre attraktive.

### 3. BESTEMMELSER VEDRØRENDE INDLØSNING OG ELTIF'ERS LIVSCYKLUS

Indløsningspolitikken for ELTIF'er er omhandlet i forordningens artikel 18. Standardfondsreglen er, at investorer i en ELTIF ikke kan indløse deres andele eller kapitalandele før udløbet af ELTIF'ens levetid. Med henblik herpå er standardreglen i den retlige ramme for ELTIF'er på dette område, at investorer i en ELTIF ikke vil kunne indløse deres andele eller kapitalandele før udløbet af ELTIF'ens levetid.

Kapitalforvaltere kan indsætte undtagelser (typisk i regler eller vedtægter) og eventuelt fastsætte mulighed for indløsning, før ELTIF'ens levetid ophører. Sådanne indløsninger er dog snarere en undtagelse og kun tilladt, hvis en række strenge betingelser er opfyldt<sup>20</sup>.

Et betydeligt antal interessenter spurgte, om investorer ikke havde ret til indløse deres fond før udløbsdatoen. Interessenterne betragtede dette som en potentiel svaghed ved ELTIF-rammen og bemærkede, at det kunne være en hindring for investorerne. De opfordrede til mere fleksibilitet med henblik på at muliggøre tidlig indløsning i løbet af en ELTIF's livscyklus for at gøre ELTIF'en mere attraktiv som investeringsinstrument.

Indløsningsstrukturen for ELTIF'er ligner imidlertid strukturen for fonde af den lukkede type, der undtagen i begrænsede tilfælde kun tillader indløsning ved udløbet af fondens levetid. Denne begrænsning af indløsninger er begrundet i den illikvide karakter af de aktiver, som en ELTIF investerer i, og den ringe synlighed af investeringernes dagsværdi på kontinuerlig basis. Dagsværdien kan normalt kun opgøres på tidspunktet for afviklingen af investeringen.

ELTIF-forordningen indeholder også en bestemmelse om handel på det sekundære marked<sup>21</sup>. Formålet er at sikre, at den faste livscyklus og manglen på indløsningsrettigheder før udløbet af fondens levetid ikke er til hinder for, at en ELTIF kan søge om optagelse af sine andele eller kapitalandele på et reguleret marked eller i en multilateral handelsfacilitet. Bestemmelsen giver også investorerne mulighed for at sælge deres andele eller kapitalandele, før ELTIF'ens levetid ophører, på det sekundære marked.

På den baggrund indeholder bestemmelserne i ELTIF-forordningen et grundlag for at give fondsforvaltere større skønsmæssige beføjelser til at beslutte at oprette ELTIF'er med eller uden indløsningsrettigheder i henhold til ELTIF'ens forudfastsatte investeringsstrategi. Sådanne investeringsstrategier kunne også drage fordel af ELTIF-bestemmelser, der muliggør sekundær handel med kapitalandele eller andele i ELTIF'er, såsom likviditetsvinduesmekanismen, der matcher tegningsanmodninger fra nye investorer og indløsningsanmodninger fra udtrædende ELTIF-investorer.

### 4. MINIMUMSTÆRSKEL FOR INVESTERBARE AKTIVER

I henhold til artikel 13, stk. 1, i ELTIF-forordningen skal en ELTIF investere mindst 70 % af sin kapital i investerbare aktiver. Denne tærskel blev indført for at sikre et klart fokus på

---

<sup>20</sup> Se artikel 18, stk. 2, i ELTIF-forordningen. Med henblik herpå er ESMA bemyndiget til at udarbejde udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder, der præciserer de forhold, under hvilke en ELTIF's levetid er tilstrækkelig lang til at dække livscyklussen for hver af de individuelle aktiver i ELTIF'en.

<sup>21</sup> Det hedder i artikel 19, stk. 1, og 2, at "en ELTIF's regler eller vedtægter ikke må forhindre andele eller kapitalandele i en ELTIF i at blive optaget til handel på et reguleret marked eller i en multilateral handelsfacilitet". Desuden må "en ELTIF's regler eller vedtægter ikke forhindre investorer i frit at overdrage deres andele eller kapitalandele til tredjeparter, bortset fra ELTIF-forvalteren".

langsigtede investeringer og sikre fortsat fokus på detailinvestorer, som måske ellers ikke er fortrolige med mindre konventionelle investeringsstrategier.

Nogle interessenter anså tærskel på 70 % for at være for høj. En sænkning af tærsklen ville efter mange interessenters opfattelse gøre det muligt for ELTIF'er at forfølge mere differentierede investeringsstrategier.

Et mindretal af interessenterne mente, at den nuværende tærskel for investerbare aktiver var passende. Efter deres opfattelse er formålet med ELTIF-rammen at fremme langsigtede investeringer og fokusere på illikvide aktiver.

I denne forbindelse bør der tages alvorligt hensyn til hensigtsmæssigheden af at sænke og kalibrere minimumstærskler for kvalificerede investeringer i ELTIF'er for at fremme ELTIF'ers likviditetsprofil og øge ELTIF-forvalternes fleksibilitet i forbindelse med gennemførelsen af deres investeringsstrategier.

## **5. ELTIF'ER, DER MARKEDSFØRES AF FAIF'ER MED EN LAVERE TÆRSKEL**

I henhold til artikel 37, stk. 1, litra c), i ELTIF-forordningen skal Kommissionen vurdere, hvorvidt ELTIF'er markedsføres i Unionen, herunder om FAIF'er med en lavere tærskel, der er omfattet af artikel 3, stk. 2, i FAIF-direktivet, kan have interesse i at markedsføre ELTIF'er.

Flere interessenter var af den opfattelse, at den lovmæssige ramme for ELTIF'er *sandsynligvis* ikke vil være hensigtsmæssig for FAIF'er med en lavere tærskel. Disse interessenter underbyggede deres synspunkt ved at henvise til kompleksiteten og de operationelle krav, herunder hensynet til investorbeskyttelse, samt til, at det ville kræve, at FAIF'erne opfyldte alle krav i FAIF-direktivet, hvilket kunne vise sig at være for besværligt for disse forvaltere.

Nogle interessenter gav udtryk for det synspunkt, at EU-reglerne om FAIF'er med lavere tærskler end dem, der er fastsat i artikel 3, stk. 2, ikke er harmoniseret, hvilket betyder, at en styrkelse af pasordningen for AIF'er eller ELTIF'er, der forvaltes af FAIF'er, som ligger under disse tærskler, ville skabe betydelige problemer med hensyn til lige vilkår og bane vejen for regularbitrage. Efter disse interessenters opfattelse bør det slet ikke være en prioritet at lette FAIF'ers markedsføring af ELTIF'er, der er omfattet af artikel 3, stk. 2, i FAIF-direktivet.

## **6. INVESTERBARE AKTIVER OG INVESTERINGER**

ELTIF-reglerne om investerbare aktiver og investeringer fastsætter klare kategorier af aktiver, der er investerbare for ELTIF'er, for at sikre, at fondene ikke foretager finansielle transaktioner, der kan give anledning til større risici end forventet for en fond, der er rettet mod langsigtede investeringer.

Desuden giver bestemmelserne i ELTIF-forordningen et klart fokus på langsigtede investeringer og fastlægger en række betingelser og begrænsninger, der forhindrer ELTIF'er i at deltage i investeringsstrategier, der ikke kan kvalificeres som rent "langsigtede", f.eks. forbuddet mod at investere i andre finansielle derivater end afdækning af risici, forbuddet

mod at investere i "finansielle virksomheder", udelukkelse af råvarer og "spekulative" investeringer.

På den baggrund har interessenterne slået kraftigt til lyd for at udvide anvendelsesområdet for investerbare aktiver på en måde, der både kan sikre ELTIF-forvalternes optimale gennemførelse af investeringsstrategier, og som er i overensstemmelse med de underliggende mål om langsigtet bæredygtig vækst.

Interessenterne har også opfordret til større retssikkerhed og fleksibilitet med hensyn til fremme af fund-of-funds-strategier, kriterier for investeringer i tredjelandsvirksomheder, medtagelse af "finansielle virksomheder", et bredere anvendelsesområde for "realaktiver" og kalibrering af visse numeriske tærskler, der er omhandlet i ELTIF-forordningen, såsom en tærskel for markedskapitalisering på 500 mio. EUR for børsnoterede selskaber og tærsklen på 10 mio. EUR for realaktiver. Efter et betydeligt antal interessenters opfattelse ville et bredere anvendelsesområde og større juridisk klarhed med hensyn til investerbare aktiver og investeringer gøre den retlige ramme for ELTIF'er mere attraktive for kapitalforvaltere.

På den baggrund forekommer det hensigtsmæssigt at revidere omfanget af investerbare aktiver og investeringer, således at ELTIF-forvaltere kan forfølge en bredere vifte af investeringsstrategier, der er skræddersyet til markedsforholdene og tager hensyn til investeringsekspertisen og investorenes behov.

## **7. REGLER OM DIVERSIFICERING OG PORTEFØLJESAMMENSÆTNING**

ELTIF-forordningen indeholder detaljerede krav til porteføljesammensætning og diversificering. Disse regler blev indført for at begrænse ELTIF'ers risikotagning og mindske modpartsrisikoen ved at indføre klare diversificeringskrav.

Det er fastsat i artikel 13, stk. 2, at en ELTIF ikke må investere mere end 10 % af kapitalen i instrumenter, som er udstedt af, eller lån tildelt til, en given kvalificeret porteføljevirkksomhed, 10 % af kapitalen direkte eller indirekte i et individuelt realaktiv, 10 % af kapitalen i andele eller kapitalandele i en given ELTIF, europæisk venturekapitalfond (EuVECA) eller europæisk social iværksætterfond (EuSEF), og 5 % af kapitalen i aktiver som omhandlet i direktiv 2009/65/EF vedrørende institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter)<sup>22</sup>, hvis disse aktiver er udstedt af et enkelt organ.

Den samlede værdi af andele eller kapitalandele i ELTIF'er, EuVECA'er og EuSEF'er i en ELTIF-portefølje må ikke overstige 20 % af værdien af ELTIF'ens kapital. Forordningen indeholder også detaljerede regler for at begrænse ELTIF-forvalternes skønsmæssige beslutninger med hensyn til at fravige diversificeringsbetingelserne og aktivvægtningen.

Generelt anførte interessenterne, at de foretrak færre lovgivningsmæssige krav og større fleksibilitet med hensyn til porteføljesammensætning og diversificering. Generelt blev der rejst kritik mod kravet om, at der ikke måtte investeres mere end 10 % af ELTIF'ens kapital i nogen anden individuel ELTIF, EuVECA eller EuSEF, hvilket forhindrede ELTIF'erne i at forfølge fund-of-funds-strategier. Interessenterne argumenterede kraftigt for, at investering gennem en fund-of-funds ville give investorerne større diversificering, lavere volatilitet og et yderligere lag af afskærmning og diversificering. Disse interessenter betragtede ELTIF'ers

---

<sup>22</sup> EUT L 302 af 17.11.2009, s. 32, som ændret.

adgang til fund-of-funds-investeringsstrategier som en håndgribelig fordel ved ELTIF-rammen og gav udtryk for det synspunkt, at investorbeskyttelse, f.eks. mod muligheden for flere lag af gebyrer, kunne håndteres på en effektiv måde.

Der har været generel støtte til at fjerne koncentrationsgrænserne for fund-of-fund-strukturer for at fremme et bredere udvalg af investeringsmåder for investorer uden at mindske diversificeringen af de underliggende aktiver. Kapitalbegrænsningen på 10 % blev anset for at være en udfordring, navnlig i opstartsperioden.

Det er vigtigt at bemærke, at deltagere fra branchen udtrykkeligt insisterede på, at ELTIF'er, der udelukkende sælges til professionelle investorer, ikke pålægges specifikke diversificeringskrav. Flertallet af respondenterne foreslog, at diversificeringsgrænserne forhøjes til 20 %. Desuden blev koncentrationskvotienten på 25 % også anset for at være for restriktiv, eftersom kapitalforvaltere nogle gange indfører strukturer, som gør, at de kan være eneinvestor eller ankerinvestor i en anden fond. Nogle interessenter var af den opfattelse, at de nuværende diversificeringsregler er hensigtsmæssige for ELTIF'er, der markedsføres blandt detailinvestorer. De synes dog at være for strenge i forhold til andre AIF'er, der markedsføres blandt professionelle investorer.

I den forbindelse bør man alvorligt overveje muligheden for at sondre mellem kravene til porteføljesammensætning og diversificering samt koncentrationsgrænser for de ELTIF'er, der udelukkende markedsføres blandt professionelle investorer, og de tilsvarende krav til ELTIF'er, der markedsføres blandt detailinvestorer.

## **8. LÅN AF KONTANTER**

De fleste interessenter opfordrede til øgede gearingsgrænser eller fjernelse af gearingsgrænsen på 30 % og til at bringe den retlige ramme for ELTIF'er i overensstemmelse med FAIF-direktivet. De mener, at denne øgede fleksibilitet vil øge ELTIF'ers kapacitet til at støtte finansieringen af aktiver (navnlig i SMV'er) og forbedre fondens afkast. Det er blevet hævdet, at begrænsningen for låntagning på 30 % er ugunstig sammenlignet med andre detailfonde (herunder de produktregulerede investeringsinstitutter, som kan opnå en gearing på op til 100 % af deres aktiver).

Nogle interessenter opfordrede til, at ELTIF'ers samlede tilladte gearing øges til mindst 100 %, idet ELTIF'er, der overskrider denne grænse, kun er tilgængelige for institutionelle investorer, forudsat at de opfylder betingelserne vedrørende investeringsstrategi, styring, investorgrundlag og tilsyn.

Flere interessenter var af den opfattelse, at selv hvis lånegrænserne blev forhøjet, ville en sådan øget låntagning ikke automatisk være ensbetydende med øgede risici for investorerne.

Generelt har der været solid dokumentation for, at en forhøjelse af lånegrænserne synes at være berettiget og ikke vil skabe nogen yderligere systemisk risiko, da ELTIF'en har en langsigtet investeringsstrategi og begrænsede indløsningsmuligheder.

## **9. KONKLUSIONER**

Den lovmæssige ramme for ELTIF'er blev revideret i lyset af behovet for at vurdere den ringe udbredelse af ELTIF'er og sikre, at ELTIF-rammen til stadighed opfylder målene i ELTIF-

forordningen. ELTIF-forordningen har en række mål, herunder kanalisering af kapitalstrømme til realøkonomiske investeringer, tilvejebringelse af et AIF-produkt, der er tilgængeligt for detailinvestorer med langsigtede investeringsbehov, og indførelse af et pas for markedsføring af ELTIF'er på EU-plan. I den forbindelse har Kommissionen foretaget en detaljeret evaluering for at vurdere, i hvilket omfang de nuværende ELTIF-regler har opfyldt deres hovedmål, og navnlig om de har været effektive, sammenhængende og relevante og givet EU-merværdi.

For at finansiere langsigtede investeringer i den europæiske økonomi har statslige myndigheder og virksomheder brug for adgang til forudsigelig langsigtet finansiering. Tilgængeligheden af denne finansiering afhænger af det finansielle systems evne til at kanalisere statens, virksomhedernes og husholdningernes opsparing sikkert og effektivt til de rette investeringer gennem åbne og konkurrenceprægede markeder. ELTIF'er kan spille en afgørende rolle på dette område ved at tilvejebringe et specifikt investeringsprodukt til mobilisering af kapital til finansiering af projekter på områder som transportinfrastrukturer, bæredygtig energiproduktion eller -distribution, sociale infrastrukturer (såsom ældreboliger eller hospitaler) og udrulning af nye teknologier og systemer, der reducerer ressource- og energiforbruget og fremmer væksten i Europas SMV-sektor.

Ved evalueringen af den retlige ramme for ELTIF'er er der blevet samlet tilstrækkelig dokumentation for, at politisk indgriben og målrettet revision af ELTIF-forordningen er berettiget for at sikre, at flere investeringer kanaliseres til virksomheder, der har behov for kapital, og til langsigtede investeringsprojekter. Formålet med denne revision er at øge udbredelsen af ELTIF'er til gavn for Unionens økonomi og investorer. Dette vil til igen understøtte den fortsatte udvikling af kapitalmarkedsunionen, der også har til formål at gøre det lettere for EU-virksomheder at få adgang til mere stabil og diversificeret langsigtet finansiering.