EUROOPAN
KOMISSIO

Bryssel 10.6.2020
COM(2020) 232 final

KOMISSION KERTOMUS EUROOPAN PARLAMENTILLE JA NEUVOSTOLLE

vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2011/61/EU soveltamisen ja soveltamisalan arvioinnista

SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO 3

1.1 Tausta 3

1.2 Oikeusperusta 3

1.3 Menetelmät ja kuulemisprosessi 4

2. AIFMD:N SOVELTAMISEN JA SOVELTAMISALAN ARVIOINTI 5

2.1 Vaikutus AIF-rahastoihin ja AIF-rahastojen hoitajiin 5

2.2 Vaikutus sijoittajiin 7

2.3 Vaikutus järjestelmäriskin seurantaan ja arviointiin 8

2.4 Sääntöjen vaikutus yksityisiin yrityksiin tehtäviin sijoituksiin ja kehitysmaissa tai kehitysmaiden hyväksi tehtäviin sijoituksiin 9

LYHENTEET

AIF	Vaihtoehtoinen sijoitusrahasto
AIFM;	
AIF-rahaston hoitaja	Vaihtoehtoisen sijoitusrahaston hoitaja
AIFMD	Direktiivi 2011/61/EU vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista
CLO	Lainavakuudellinen velkasitoumus
CRD	Vakavaraisuusdirektiivi
PO FISMA	Rahoitusvakauden, rahoituspalvelujen ja pääomamarkkinaunionin pääosasto
EKP	Euroopan keskuspankki
EGESC	Euroopan arvopaperikomitean asiantuntijaryhmä
ELTIF	Eurooppalainen pitkäaikaissijoitusrahasto
ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen
EJRK	Euroopan järjestelmäriskikomitea
EU	Euroopan unioni
EuVECA	Eurooppalainen riskipääomarahasto
FSB	Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmä
IMSC	ESMAn sijoitustenhoitopalvelujen pysyvä komitea
IOSCO	Kansainvälinen arvopaperimarkkinavalvojien yhteisö
MiFID	Rahoitusmarkkinadirektiivi
UCITS	Yhteissijoitusyritys

1. JOHDANTO

1.1 Tausta

Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskeva direktiivi[1], jäljempänä 'AIFMD', hyväksyttiin maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeen. Kriisi paljasti tiettyjä heikkouksia maailmanlaajuisilla rahoitusmarkkinoilla ja niiden sääntelyjärjestelmissä[2]. Tämän seurauksena G20-maiden johtajat olivat yksimielisiä tarpeesta lisätä rahoitusalan sääntelyä tulevien kriisien riskin ja laajuuden minimoimiseksi[3]. Tämä koski myös vaihtoehtoisten sijoitusten hoidon alaa, jolla tarvittiin koordinoidumpaa valvontaa ja enemmän avoimuutta sijoittajia kohtaan. Kansainvälinen arvopaperimarkkinavalvojien yhteisö (IOSCO) antoi G20-ryhmän tavoitteiden tukemiseksi hedgerahastojen sääntelyä koskevia korkean tason periaatteita, joiden pohjalta tällä alalla voidaan kehittää kansainvälisiä standardeja[4].

Eurooppa-neuvoston[5] hyväksyttyä nämä kansainväliset sitoumukset ja ottaen huomioon Euroopan parlamentin mietinnön[6] Euroopan komissio, jäljempänä 'komissio', antoi ehdotuksen vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia (*Alternative Investment Fund Managers*, AIFM) koskevaksi sääntelykehykseksi[7]. AIFMD hyväksyttiin 8. kesäkuuta 2011. Sen jälkeen kun AIFMD oli saatettu osaksi kansallista lainsäädäntöä, sitä alettiin soveltaa 22. heinäkuuta 2013[8].

AIFMD:llä pyritään saamaan aikaan johdonmukainen lähestymistapa rahoitusjärjestelmän riskien valvontaan, tarjoamaan korkeatasoinen sijoittajansuoja ja helpottamaan vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen (AIF-rahastojen) EU:n markkinoiden yhdentymistä[9]. AIF-rahastojen hoitajien on toteutettava toimenpiteitä riskien hallitsemiseksi ja tarvittavan avoimuuden varmistamiseksi hoitamiensa AIF-rahastojen toiminnan osalta, ja ne voivat hoitaa AIF-rahastoja ja markkinoida niitä ammattimaisille sijoittajille kaikkialla unionissa yhdellä toimiluvalla[10].

1.2 Oikeusperusta

Tämä kertomus on laadittu AIFMD:n 69 artiklan mukaisesti. Komission on tarkasteltava uudelleen AIFMD:n soveltamista ja soveltamisalaa direktiivin soveltamisesta saatuja

[1] Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU, annettu 8 päivänä kesäkuuta 2011, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta (EUVL L 174, 1.7.2011, s. 1–73) (AIFMD).

[2] Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista, 30.4.2009, KOM(2009) 207 lopull.

[3] Rahoitusmarkkinoita ja maailmantaloutta käsitelleen huippukokouksen julkilausuma, Washington DC, 15. marraskuuta 2008.

[4] AIFMD:n johdanto-osan 89 kappale; IOSCOn loppuraportti *Hedge Funds Oversight*, kesäkuu 2009.

[5] Eurooppa-neuvoston päätelmät, 16. syyskuuta 2010.

[6] Euroopan parlamentin mietintö vipurahastoja ja yksityisiä sijoituspääomia käsittelevälle toimikunnalle esitetyin suosituksin (A6-0338/2008) ['Rasmussenin mietintö'] ja Euroopan parlamentin mietintö suosituksista komissiolle yhteisösijoittajia koskevasta avoimuudesta (A6-0296-2008) ['Lehnen mietintö']; EU:n finanssivalvontaa käsitelleen korkean tason työryhmän raportti, 25. helmikuuta 2009, s. 25.

[7] Ks. alaviite 2 edellä.

[8] Viimeinen jäsenvaltio, joka saattoi AIFMD:n osaksi kansallista lainsäädäntöään, sai tämän prosessin päätökseen vuoden 2015 loppuun mennessä.

[9] AIFMD:n johdanto-osan 2–4 ja 94 kappale.

[10] AIFMD:n 32 artiklan 1 kohta.

kokemuksia painottaen. On tarpeen arvioida direktiivin vaikutusta sijoittajiin, AIF-rahastoihin ja AIF-rahastojen hoitajiin unionissa ja kolmansissa maissa sen selvittämiseksi, missä määrin AIFMD:n tavoitteet on saavutettu.

Tällä kertomuksella täytetään komission toimeksianto esittää Euroopan parlamentille ja neuvostolle arvio AIFMD:n toiminnasta. Lisäksi kertomuksessa tarkastellaan vivutuksen laskentamenetelmiä AIFMD:tä täydentävän komission delegoidun asetuksen (EU) N:o 231/2013, jäljempänä 'AIFMR'[11], 6 artiklan mukaisesti. Komission yksiköiden valmisteluasiakirjassa (SWD (2020) 110): *Commission Staff Working Document Assessing the application and the scope of Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers*) annetaan lisätietoja päätelmistä. Lisäksi on julkaistu riippumaton KPMG:n raportti[12].

1.3 Menetelmät ja kuulemisprosessi

Komissio antoi ulkopuolisen toimeksisaajan – KPMG:n[13] – tehtäväksi toteuttaa kysely ja tehdä todisteisiin perustuva tutkimus AIFMD:n vaikutusten arvioimiseksi[14].

Empiirinen tutkimus kattoi 15 EU:n jäsenvaltiota[15]. Siinä arvioitiin, ovatko AIFMD:n erityissäännöt vaikuttavia, tehokkaita, johdonmukaisia ja merkityksellisiä ja tukivatko ne EU:n toimenpiteitä direktiivin yleisten, erityisten ja toiminnallisten tavoitteiden saavuttamiseksi[16].

KPMG:n havaintoja täydennetään tässä kertomuksessa muilla tietolähteillä, kuten asiaankuuluvilla tietojen päivityksillä ja komission[17], ESMAn[18] ja Euroopan

[11] Komission delegoitu asetus (EU) N:o 231/2013, annettu 19 päivänä joulukuuta 2012, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2011/61/EU täydentämisestä poikkeuksien, yleisten toimintaedellytysten, säilytysyhteisöjen, vivutuksen, avoimuuden ja valvonnan osalta (EUVL L 83, 22.3.2013, s. 1–95).

[12] *Report on the Operation of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) - Directive 2011/61/EU*, saatavilla seuraavasta osoitteesta: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190110-aifmd-operation-report_en.pdf] (KPMG:n raportti).

[13] KPMG Law Rechtsanwaltsgesellschaft mbH johtavana yrityksenä ja alihankkijoina yritykset KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (Saksa) ja KPMG LLP (Yhdistynyt kuningaskunta) KPMG:n eurooppalaisen verkoston tukemana.

[14] Kysely toteutettiin verkkokyselyn muodossa 6. helmikuuta 2018 ja 29. maaliskuuta 2018 välisenä aikana. Tutkimusta tehdessään KPMG käytti ohjenuorana AIFMD:n 69 artiklan 1 kohdassa säädettyä luetteloa näkökohdista, joista sidosryhmiä pyydettiin jakamaan kokemuksiaan.

[15] Alankomaat, Belgia, Espanja, Irlanti, Italia, Itävalta, Kypros, Luxemburg, Malta, Ranska, Saksa, Tanska, Tšekki, Unkari ja Yhdistynyt kuningaskunta. Tämä on hyvä otos jäsenvaltioista maantieteellisesti ja edustaa eri suuruisia markkinoita AIF-rahastojen, AIF-rahastojen hoitajien tai sijoittajien osalta.

[16] Ks. alaviite 12 edellä.

[17] Vastaukset rahoituspalveluja koskevasta EU:n sääntelykehyksestä esitettyyn komission kannanottopyyntöön, vastaukset komission kuulemiseen rahastojen (UCITS, AIF, ELTIF, EuVECA ja EuSEF) rajatylittävästä markkinoinnista eri puolilla EU:ta.

[18] ESMAn lausunto Euroopan parlamentille, neuvostolle ja komissiolle sekä vastaukset kannanottopyyntöön, joka koskee AIFMD:n mukaisen EU-passin ja suunnattua antia koskevien kansallisten järjestelmien toimintaa, 30. heinäkuuta 2015, ESMA/2015/1235; ESMAn kansallisten toimivaltaisten viranomaisten keskuudessa suorittama temaattinen tutkimus UCITS- ja AIFMD-direktiivien mukaisista ilmoituskehyksistä ja kotijäsenvaltion ja vastaanottavan jäsenvaltion vastuunjaosta, 7. huhtikuuta 2017, ESMA34-43-340; ESMAn lausunto varojen erottelusta ja säilytyspalveluista, 20. heinäkuuta 2017, ESMA 34-45-27; ESMAn tilastoraportti 2019 (*ESMA Annual Statistical Report EU Alternative Investment Funds 2019*), 21.1.2019, ESMA50-165-748, ja ESMAn tilastoraportti 2020 (*ESMA Annual Statistical Report EU Alternative Investment Funds 2020*), 10.1.2020, ESMA50-165-1032.

järjestelmäriskikomitean (EJRK)[19] eri toimintalinjoista saaduilla tiedoilla. Komission yhteydet sidosryhmiin, kuten kansallisiin toimivaltaisiin viranomaisiin, toimialan edustajiin ja sijoittajansuojajärjestöihin, julkisten kuulemisten sekä kahden- tai monenvälisten kokousten kautta otettiin huomioon. Akateemiset ja tilastolliset julkaisut tukivat myös tämän kertomuksen laatimista. Esimerkiksi ESMAn vuotuiset tilastoraportit unioniin sijoittautuneista AIF-rahastoista olivat erityisen hyödyllisiä kuvattaessa vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen markkinoita EU:ssa[20]. Yksittäisiä esimerkkejä tiettyjen unionin sääntöjen tehottomuudesta otettiin myös huomioon.

Komissio kuuli 27. syyskuuta 2019 jäsenvaltioita edustavaa Euroopan arvopaperikomitean asiantuntijaryhmää (EGESC) saadakseen teknistä ja toimintapoliittista palautetta olennaisista kysymyksistä, jotka liittyvät AIFMD:n soveltamiseen ja soveltamisalaan. EGESC:n jäseniä pyydettiin esittämään kirjallisia kannanottoja, ja kertomuksessa otetaan huomioon EGESC:n jäsenten kannat.

Komissio esitteli 22. lokakuuta 2019 tämän kertomuksen keskeiset osat ESMAn sijoitustenhoitopalvelujen pysyvälle komitealle (IMSC) ja pyysi siltä palautetta kansallisten toimivaltaisten viranomaisten valvontakokemusten perusteella.

2. AIFMD:N SOVELTAMISEN JA SOVELTAMISALAN ARVIOINTI

AIFMD on merkittävä osa pääomamarkkinaunionia. Se helpottaa rahoitusjärjestelmään kohdistuvien riskien seurannan parantamista ja pääoman hankkimista rajojen yli vaihtoehtoisiin omaisuuseriin tehtäviä sijoituksia varten. AIFMD:llä oli tärkeä rooli vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen eli AIF-rahastojen sisämarkkinoiden luomisessa ja AIF-rahastojen hoitajia koskevan sääntely- ja valvontakehyksen vahvistamisessa unionissa. AIF-rahastojen hoitajat toimivat nyt avoimemmin suhteessa sijoittajiin ja valvojiin.

2.1 Vaikutus AIF-rahastoihin ja AIF-rahastojen hoitajiin

Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen EU:n markkinat ovat jatkaneet kasvuaan AIF-rahastojen nettovarojen ja hoidettavina olevien varojen perusteella mitattuna, ja AIF-rahastojen hoitajat harjoittavat merkittävää rajatylittävää toimintaa. Sen jälkeen kun AIFMD hyväksyttiin vuonna 2011, AIF-rahastojen kokonaisnettovarat yli kaksinkertaistuivat 2,3 biljoonasta eurosta 5,9 biljoonaan euroon[21]. AIF-rahastojen rajatylittävä markkinointi lähes kaksinkertaistui kesäkuun 2017 ja lokakuun 2019 välisenä aikana, jolloin se kasvoi 3 prosentista 5,8 prosenttiin[22]. Tässä suhteessa AIFM-passi on vahvistettu tärkeäksi tekijäksi. Suurin osa kyselyyn vastanneista AIF-rahastojen hoitajista, viranomaisista ja yhteisösijoittajista ilmoitti, että pääsy kansallisille markkinoille oli lisääntynyt AIFMD:n ansiosta, vaikka 34 prosenttia ilmoitti markkinoinnin viemän ajan pidentyneen[23].

[19] Euroopan järjestelmäriskikomitean suositus, annettu 7. joulukuuta 2017, likviditeetti- ja vipurahoitusriskeistä sijoitusrahastoissa, EJRK/2017/6, 2018/C 151/01. EJRK:n 3. helmikuuta 2020 päivätty kirje FISMA-pääosastolle sen AIFMD:tä koskevista huomioista.

[20] ESMAn tilastoraportti 2019 (*ESMA Annual Statistical Report EU Alternative Investment Funds 2019*), 21.1.2019, ESMA50-165-748, ja ESMAn tilastoraportti 2020 (*ESMA Annual Statistical Re port EU Alternative Investment Funds 2020*), 10.1.2020, ESMA50-165-1032.

[21] EFAMA Fact Book 2019, s. 27.

[22] Morningstar, kesäkuu 2017, ja Morningstar, lokakuu 2019.

[23] Ks. edellä alaviite 12, s. 101.

Tässä kertomuksessa todetaan, että kansallinen ylisääntely, kansallisten markkinointisääntöjen erot[24], kansallisten valvontaviranomaisten erilaiset AIFMD:tä koskevat tulkinnat[25] ja AIFMD:n rajallinen soveltamisala heikentävät EU:n AIFM-passin tehokkuutta. Pienemmät AIF-rahastojen hoitajat, jotka eivät pysty noudattamaan kaikkia AIFMD:n vaatimuksia, joutuvat luopumaan pääoman hankkimisesta muista jäsenvaltioista tai niiden on selvittävä merkittävistä markkinoille pääsyn esteistä. Lisäksi AIFM-passi sallii markkinoinnin vain ammattimaisille sijoittajille, mikä rajoittaa AIF-rahastojen hoitajien rajatylittävää toimintaa, koska puoliammattimaisia sijoittajia ja yksityissijoittajia voidaan lähestyä vain erilaisten (ja usein rajoittavien) kansallisten sääntöjen mukaisesti. AIF-rahastojen markkinointiin sovelletaan MiFID II[26] -sääntöjä, joissa tehdään ero vähittäissijoittajien ja ammattimaisten sijoittajien välillä. Sen vuoksi AIFMD:n sijoittajatyyppien määritelmiin tehtävissä muutoksissa on otettava huomioon AIFMD:n vuorovaikutus MiFID II:n asiaa koskevien säännösten kanssa.

Pankit ja vakuutusyhtiöt tarjoavat AIF-rahastoja vähittäissijoittajille. Nämä rahoituksen välittäjät markkinoivat aktiivisesti pääasiassa sisäisiä rahastoja sen sijaan, että ne tarjoaisivat myös laajempaa valikoimaa kolmansien osapuolten AIF-rahastoja[27]. Tilanne on kuitenkin muuttumassa verkkoalustojen markkinaosuuden kasvaessa. Pääomamarkkinaunioniin liittyvissä komission toimissa keskitytään sijoitustuotteiden markkinoinnin parantamiseen unionissa ja tiedonantovaatimusten tarkistamiseen. Näiden toimien tulokset vaikuttavat myös kolmansiin maihin sijoittautuneisiin AIF-rahastoihin ja AIF-rahastojen hoitajiin, jotka voivat tällä hetkellä lähestyä sijoittajia yksittäisissä jäsenvaltioissa vain suunnattua antia koskevissa kansallisissa järjestelmissä säädettyjen kansallisten lakien mukaisesti.

Sidosryhmien mukaan suunnattua antia koskevilla kansallisilla järjestelmillä on markkinoiden kehityksen kannalta tärkeä rooli tilanteessa, jossa AIFM-passia ei ole otettu käyttöön kolmansien maiden yhteisöille. Tämän seurauksena sijoittajat niissä jäsenvaltioissa, joissa on tällaisia järjestelmiä, ovat voineet päästä rahoituspalvelujen maailmanlaajuisille markkinoille ja monipuolistaa sijoitustensa kohdentamista. Suunnattua antia koskevat kansalliset järjestelmät ovat kuitenkin erilaisia eri jäsenvaltioissa, ja mikä tärkeintä, niiden mukaan AIF-rahastojen hoitajien on pantava täytäntöön vain hyvin pieni määrä AIFMD:n vaatimuksista. Näin luodaan epätasapuoliset toimintaedellytykset unioniin ja sen ulkopuolelle sijoittautuneiden AIF-rahastojen hoitajien välille. Jotkin jäsenvaltiot ovat sulkeneet kokonaan kolmansien maiden yhteisöjen pääsyn markkinoille. Jotkin jäsenvaltiot ovat ehdottaneet, että suunnattua antia koskevia kansallisia järjestelmiä yhdenmukaistetaan edelleen, kun taas toiset katsovat, että AIFMD:n mukaisen passin käyttöönotto kolmansien maiden yhteisöille ja sitä seuraava suunnattua antia koskevien kansallisten järjestelmien asteittainen lakkauttaminen olisi parempi ratkaisu tähän ongelmaan.

[24] Ks. edellä alaviite 12, s. 74 ja 114.
[25] Komission yksiköiden valmisteluasiakirja, jossa käsitellään kollektiivisten sijoitusrahastojen rajat ylittävää markkinointia koskevaa vaikutustenarviointia, SWD(2018) 54 final, 12.3.2018, [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-3132069_en#pe-2018-1277].
[26] Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta (EUVL L 173, 12.6.2014, s. 349–496).
[27] Tutkimus vähittäissijoitustuotteiden jakelujärjestelmistä Euroopan unionissa, huhtikuu 2018, s. 17, saatavilla seuraavasta osoitteesta: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en.pdf].

Komissio ei arvioinut kolmansien maiden AIFMD-passin toimivuutta, koska sitä ei ole vielä otettu käyttöön, minkä vuoksi sitä koskevia markkinatietoja ei ole.

2.2 Vaikutus sijoittajiin

Komission yksiköiden valmisteluasiakirjassa esitetyn yksityiskohtaisen arvioinnin perusteella säilytysjärjestelmä, eturistiriitoja koskevat säännöt sekä tiedonanto- ja avoimuusvaatimukset suojaavat sijoittajien etuja, mikä lisää sijoittajien luottamusta rahoitusmarkkinoihin. Markkinatiedot osoittavat AIF-rahastojen myynnin ja vähittäissijoittajien osallistumisen lisääntyneen useissa jäsenvaltioissa[28]. Rajatylittävä toiminta voi edelleen kasvaa pääomamarkkinaunionin yhteydessä äskettäin hyväksyttyjen sääntöjen johdosta[29].

Erityinen järjestelmä säilytysyhteisöjen tehtävien ja vastuun sääntelemiseksi on osoittautunut tehokkaaksi keinoksi parantaa sijoittajansuojaa[30]. Järjestelmä toimii hyvin, vaikka kohdennettuja selvennyksiä voidaan tarvita tilanteissa, joissa AIF-rahastojen hoitajat käyttävät kolmenvälistä vakuuksien hoitoa tai arvopaperikeskukset toimivat säilyttäjinä.

Vielä merkittävämpää on, että EU:n laajuisen säilytysyhteisötoimiluvan puuttuminen on ristiriidassa sisämarkkinoiden hengen kanssa. Koska palveluntarjoajien valikoima pienemmillä markkinoilla on rajallinen, pelkona on myös riski keskittymästä, jossa yhdellä säilytysyhteisöllä voisi olla kaikkien johonkin jäsenvaltioon sijoittautuneiden vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen varoja.

Mitä tulee arvostussääntöihin, jotka ovat tarpeen kunkin sijoittajan osuuden määrittämiseksi tietystä AIF-rahastosta ja rahaston toiminnan seuraamiseksi, AIFMD on parantanut jonkin verran AIF-rahaston varojen arvonmääritysprosessin kurinalaisuutta ja rakennetta[31]. Arvostussääntöjen binaariseen luonteeseen saattaa kuitenkin liittyä ongelmia, sillä sidosryhmien käsityksen mukaan sisäisten ja ulkoisten arvonmäärittäjien yhteiskäyttö ei ole mahdollista. Ongelmia saattaa liittyä myös epäselvyyteen ulkoisten arvonmäärittäjien vastuusta, joka määritetään kansallisten lakien mukaan. Ei kuitenkaan ollut riittävästi näyttöä siitä, mitä AIFMD:n tiedonantosäännöksiä olisi muutettava.

Vaikka AIFMD:n tietojen antamista koskevat säännöt ovat aiheuttaneet alalle tiettyjä kustannuksia, niillä on suurelta osin saavutettu tavoite, jonka mukaan sijoittajien on voitava tehdä tietoon perustuvia sijoituspäätöksiä[32]. Vaihtoehtoisiin omaisuuseriin sijoittavat arvostavat erityisesti vaatimusta ilmoittaa eturistiriidoista, koska tämä on yksi niiden suurimmista huolenaiheista[33]. Analyysi osoittaa, että AIFMD on lisännyt avoimuutta tarjottavista tuotteista ja palveluista[34]. Siitä ei kuitenkaan ilmennyt, mitkä

[28] Ks. edellä alaviite 12, s. 257.
[29] Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2019/1160, annettu 20 päivänä kesäkuuta 2019, direktiivien 2009/65/EY ja 2011/61/EU muuttamisesta yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien yritysten rajatylittävän markkinoinnin osalta (EUVL L 188, 12.7.2019, s. 106–115) ja Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/1156, annettu 20 päivänä kesäkuuta 2019, yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien yritysten rajatylittävän markkinoinnin helpottamisesta ja asetusten (EU) N:o 345/2013, (EU) N:o 346/2013 ja (EU) N:o 1286/2014 muuttamisesta (EUVL L 188, 12.7.2019, s. 55–66).
[30] Ks. edellä alaviite 12, s. 94.
[31] Ks. edellä alaviite 12, s. 183–184.
[32] Ks. edellä alaviite 12, s. 77.
[33] *Alts Transparency: Finding the Right Balance* [https://www.northerntrust.com/documents/campaign-landing/cis/2017/alt-transparency.pdf].
[34] Ks. edellä alaviite 12, s. 210.

tiedonantovaatimusten osatekijät voisivat olla tarpeettomia ottaen huomioon, että jotkin ammattimaiset sijoittajat vaativat muitakin tietoja kuin mitä AIFMD:ssä edellytetään.

2.3 Vaikutus järjestelmäriskin seurantaan ja arviointiin

AIF-rahastojen hoitajien toiminnasta johtuvien makroriskien seuranta ja lieventäminen edellyttävät, että asianomaiset yhteisöt yksilöidään, jotta voidaan varmistaa, että ne täyttävät ne perusvaatimukset, joiden perusteella ne voivat ammattimaisesti ja vastuullisesti hoitaa yhteisiä sijoituksia sijoittajien eduksi. Ei löydetty näyttöä siitä, että AIFMD:n mukaisia hoidettavina olevien varojen kynnysarvoja, joiden ylittyessä AIF-rahastojen hoitajien toiminta voi aiheuttaa merkittävän järjestelmäriskin, olisi mukautettava.

Sidosryhmät katsovat, että kansallisten toimivaltaisten viranomaisten käytettävissä AIFMD:n nojalla olevat välineet rahoitusvakauden ylläpitämiseksi ovat hyödyllisiä. Näihin välineisiin kuuluvat muun muassa mahdollisuus asettaa vivutusrajoja AIF-rahaston hoitajalle[35] tai keskeyttää lunastukset, jos yleisön etu sitä edellyttää. EJRK suosittelee tehostamaan ja yhdenmukaistamaan kyseisiä toimenpiteitä edelleen[36]. Tähän sisältyy suositus selventää kansallisten toimivaltaisten viranomaisten rooleja ja niiden yhteistyötä tapauksissa, joissa lunastusten keskeyttämisellä on rajat ylittäviä vaikutuksia[37]. Kun kansalliset toimivaltaiset viranomaiset tekevät päätöstä siitä, tarvitaanko rahoitusmarkkinoilla toimenpiteitä, niiden olisi voitava arvioida vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen alalla vallitsevia suuntauksia ja seurata rahoitusvakauteen kohdistuvia uhkia ottaen huomioon markkinat, joilla AIF-rahastot käyvät kauppaa. Tästä syystä AIFMD:ssä asetetaan valvontaan liittyviä raportointivaatimuksia[38].

On vahvistettu, että nämä valvontaa koskevat raportointivaatimukset ovat tarpeellisia, jotta valvojat voivat seurata rahoitusjärjestelmään kohdistuvia riskejä eri aloilla ja eri maissa. Lähempi analyysi viittaa kuitenkin tarpeeseen harkita niiden virtaviivaistamista siten, että otetaan huomioon vaatimukset täyttäville AIF-rahastojen hoitajille jo aiheutuneet uponneet kustannukset. Lisäksi on päällekkäisyyksiä unionin muun lainsäädännön kanssa, kuten raportointi EKP:lle tilastollisia tarkoituksia varten. Tämä voisi mahdollisesti tukea AIFMR:n mukaisen nykyisen raportointimallin mukauttamista.

Havaittavissa oleva muiden kuin pankkien luotonannon kasvusuuntaus herättää huolta rahoitusvakaudesta[39]. Tällä hetkellä puuttuu joitakin yksityiskohtaisia tietoja tietyistä omaisuuseräluokista, kuten vivutetuista lainoista ja lainavakuudellisista velkasitoumuksista (CLO-instrumenteista), sekä tietoja pankkien ja muiden kuin pankkien välisistä epäsuorista yhteyksistä. Näillä tiedoilla on kuitenkin merkitystä makrotason vakauden valvonnan kannalta. Useat sidosryhmät ovat pyytäneet komissiota arvioimaan uudelleen, onko tarpeen vahvistaa yhteiset standardit lainoja myöntäville AIF-rahastoille[40].

[35] AIFMD:n 25 artikla.
[36] Ks. alaviite 19 edellä.
[37] Kuten AIFMD:n 46 artiklassa säädetään.
[38] AIFMR:n liite IV.
[39] Muiden rahoituslaitosten kuin pankkien rooli vivutettujen lainojen ja CLO-instrumenttien markkinoilla on kasvanut. Ks. finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmän (FSB) asiakirja *Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations (CLOs)*, PLEN/2019/91-REV, 22. marraskuuta 2019.
[40] Euroopan arvopaperikomitean asiantuntijaryhmän (EGESC) kokous 27. syyskuuta 2019.

Vivutuksen laskentamenetelmien osalta monet sidosryhmät pitävät AIFMR:ssä tällä hetkellä säädettyjä bruttokirjausmenetelmää ja sitoumusasteeseen perustuvaa menetelmää periaatteessa asianmukaisina[41]. Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmän (FSB) ja IOSCOn[42] tällä alalla tekemän, tietojen raportointiin keskittyneen työn päätelmät sekä EJRK:n suositukset makrotason vakauteen kohdistuvien riskien arvioinnin parantamiseksi[43] voivat kuitenkin edellyttää joitakin mukautuksia.

Järjestelmäriskin seuranta ja AIF-sektorin valvonta edellyttävät tehokasta valvontayhteistyötä. AIFMD:ssä vahvistetaan säännöt, jotka koskevat kansallisten toimivaltaisten viranomaisten toimivaltaa ja niiden vuorovaikutusta, jossa ESMAlla on tärkeä rooli. Vaikka AIFMD tarjoaa tarvittavat puitteet kansallisten toimivaltaisten viranomaisten yhteistyölle, sääntöjen tehokkuutta ei ole vielä testattu.

Toisaalta ESMAlla on keskeinen rooli AIFMD:n standardien lähentämisessä sisämarkkinoilla, sillä se koordinoi kansallisten toimivaltaisten viranomaisten kannat. Lomakkeiden ja prosessien yhdenmukaistaminen sekä ESMAn harjoittama tietokantojen keskitetty hallinnointi voisivat entisestään lisätä lähentymistä AIFMD:n täytäntöönpanossa ja soveltamisessa. Kuten komission yksiköiden valmisteluasiakirjassa esitetyssä yksityiskohtaisessa arvioinnissa selitetään, ohjeiden antaminen on osoittautunut myös hyödylliseksi välineeksi, jolla saavutetaan AIFMD:n yhdenmukainen täytäntöönpano ja soveltaminen kaikkialla unionissa. Esimerkkinä voidaan mainita ESMAn ohjeet AIFMD:n mukaisista AIF-rahastojen hoitajien palkka- ja palkkiosäännöistä[44].

AIFMD:ssä otettiin käyttöön palkka- ja palkkiosäännöt, joiden tavoitteena on edistää tehokasta ja moitteetonta riskienhallintaa mukauttamalla palkkakannustimet kestävään suorituskykyyn[45]. Ilmoitettu siirtyminen muuttuvista palkkioista kiinteisiin palkkioihin[46] näyttää lisänneen riskien välttämistä kollektiivisten vaihtoehtoisten sijoitusten hallinnoinnin alalla ja lisänneen yleistä tietoisuutta asianmukaisista palkka- ja palkkiojärjestelmistä[47]. Tästä suuntauksesta huolimatta jotkin sidosryhmät ovat vaatineet AIFMD:n palkka- ja palkkiosääntöjen yhdenmukaistamista muussa alakohtaisessa lainsäädännössä, kuten äskettäin muutetussa vakavaraisuusdirektiivissä (CRD)[48], säädettyjen vastaavien järjestelmien kanssa. Viimeksi mainitussa vahvistetaan vähämerkityksiset laitokset ja palkkojen ja palkkioiden määrät, jotka voidaan vapauttaa muuttuvien palkkioiden maksamisen lykkäämisestä.

[41] Ks. edellä alaviite 12, s. 171-172. Ks. AIFMR:n II luvun 2 jakso.
[42] FSB:n toimenpidesuositukset omaisuudenhoitotoiminnan rakenteellisten heikkouksien poistamiseksi, 12. tammikuuta 2017; IOSCOn loppuraportti suosituksista, jotka koskevat likviditeettiriskien hallintaa yhteissijoitusjärjestelmissä, helmikuu 2018; IOSCOn loppuraportti suosituksista, jotka koskevat likviditeettiriskien hallintaa yhteissijoitusjärjestelmissä, helmikuu 2018.
[43] Ks. alaviite 19 edellä.
[44] AIFM-direktiivin mukaista hyvää palkka- ja palkkiopolitiikkaa koskevat ESMAn ohjeet, 3. heinäkuuta 2013, ESMA/2013/232.
[45] On jonkin verran näyttöä siitä, että ne ovat onnistuneet ohjaamaan kohteena olevia toimijoita riskitietoiseen käyttäytymiseen.
[46] Ks. edellä alaviite 12, s. 188–189.
[47] Ks. edellä alaviite 12, s. 192.
[48] Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2019/878, annettu 20 päivänä toukokuuta 2019, direktiivin 2013/36/EU muuttamisesta vapautettujen yhteisöjen, rahoitusalan holdingyhtiöiden, rahoitusalan sekaholdingyhtiöiden, palkitsemisen, valvontatoimenpiteiden ja -valtuuksien sekä pääoman ylläpitämistoimenpiteiden osalta (EUVL L 150, 7.6.2019, s. 253–295).

2.4 Sääntöjen vaikutus yksityisiin yrityksiin tehtäviin sijoituksiin ja kehitysmaissa tai kehitysmaiden hyväksi tehtäviin sijoituksiin

Valvontaan liittyvää raportointia, säilytysyhteisöä, riskienhallintaa ja palkitsemista koskevissa AIFMD:n säännöissä ei nimenomaisesti oteta huomioon kaikkia pääomasijoitusten hallinnoinnin erityispiirteitä. Avoimuusvaatimukset, joita sovelletaan, kun pääomasijoitusrahasto hankkii määräysvaltaan oikeuttavia osuuksia yksityisistä yrityksistä, ja säännökset, joilla estetään yhtiön tyhjentäminen varoista, eivät ole selvästi raskaita, mutta niiden lisäarvoa ei ollut mahdollista määrittää, koska saatavilla ei ole tietoja.

Pääomasijoitusrahastojen hoitajat, jotka eivät hoitamansa salkun koon vuoksi noudata AIFMD:n tai EuVECA-asetuksen[49] sääntelyparametreja, kohtaavat merkittäviä esteitä markkinoidessaan rahastojaan muissa jäsenvaltioissa[50]. Näin ollen joidenkin mielestä AIFMD:tä voitaisiin muuttaa siten, että siinä otetaan paremmin huomioon pääomasijoitusala, poistamalla tarpeettomat maksut ja etsimällä tehokkaampia tapoja suojella listaamattomia yhtiöitä tai liikkeeseenlaskijoita.

Ei ole riittävästi näyttöä sen määrittämiseksi, mikä vaikutus AIFMD:llä on kehitysmaissa tai kehitysmaiden hyväksi tehtäviin sijoituksiin. Ei kuitenkaan näytä siltä, että AIFMD:ssä asetettaisiin sääntelyrajoituksia, jotka haittaisivat tällaisia sijoituksia.

AIFMD:ssä edellytetään, että sen jälkeen kun tämä kertomus on toimitettu EU:n lainsäätäjille, komissio tekee tarvittaessa ehdotuksia, mukaan lukien muutoksia AIFMD:hen. Komissio arvioi edelleen uusien ehdotusten tarvetta tällä alalla.

On myös tärkeää panna merkille muut lainsäädäntötoimet, joita EU on viime aikoina toteuttanut omaisuudenhoidon alalla. Sijoitusrahastojen rajatylittävää markkinointia koskeva paketti hyväksyttiin muun muassa kansallisten toimivaltaisten viranomaisten AIF-ilmoitusten käsittelystä perimien lakisääteisten maksujen ja kansallisten markkinointisääntöjen avoimuuden lisäämiseksi[51]. Varojen erottelua koskevia vaatimuksia, joissa varojen säilytys siirretään kolmannelle osapuolelle, järkeistettiin komission delegoituun asetukseen 231/2013 hiljattain tehdyillä muutoksilla[52]. Vakavaraisuusdirektiiviin tehdyissä muutoksissa säädetään, että samaan yritysryhmään tai ryhmittymään kuuluvien AIF-rahastojen hoitajien on sovellettava AIFMD:n palkka- ja palkkiosääntöjä, jotta vältetään se, että niihin sovelletaan useita eri rahoituksen välittäjiä koskevia sääntöjä[53]. Kestävyyteen liittyvien tietojen antamista rahoituspalvelusektorilla koskevalla EU:n asetuksella varmistetaan johdonmukaisuus EU:n eri sääntelykehysten välillä[54]. Äskettäin muutetussa eurooppalaisia riskipääomarahastoja koskevassa asetuksessa (EuVECA) annettiin AIFMD:n nojalla toimiluvan saaneille

[49] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 345/2013, annettu 17 päivänä huhtikuuta 2013, eurooppalaisista riskipääomarahastoista.
[50] Kahdenväliset kokoukset sidosryhmien kanssa.
[51] Ks. alaviite 29 edellä.
[52] Komission delegoitu asetus (EU) 2018/1618, annettu 12 päivänä heinäkuuta 2018, delegoidun asetuksen (EU) N:o 231/2013 muuttamisesta säilytysyhteisöjen säilytystä koskevien tehtävien osalta (EUVL L 271, 30.10.2018, s. 1–5).
[53] Ks. alaviite 48 edellä.
[54] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2019/2088, annettu 27 päivänä marraskuuta 2019, kestävyyteen liittyvien tietojen antamisesta rahoituspalvelusektorilla (EUVL L 317, 9.12.2019, s. 1–16).

yhteissijoitusyritysten hoitajille mahdollisuus käyttää nimitystä ”EuVECA” ja laajennettiin sijoitusparametreja[55].

Muut tässä kertomuksessa esiin tuodut kysymykset voisivat kuitenkin edellyttää mahdollisesti lisätoimia unionin tasolla, jotta voidaan syventää vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen EU:n markkinoita ja reagoida tekniseen kehitykseen sen varmistamiseksi, että AIFMD-säännöstö on tarkoituksenmukainen.

[55] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1991, annettu 25 päivänä lokakuuta 2017, eurooppalaisista riskipääomarahastoista annetun asetuksen (EU) N:o 345/2013 ja eurooppalaisista yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen erikoistuneista rahastoista annetun asetuksen (EU) N:o 346/2013 muuttamisesta (EUVL L 293, 10.11.2017, s. 1–18).