EUROPEISKA
KOMMISSIONEN

Bryssel den 10.6.2020
COM(2020) 232 final

RAPPORT FRÅN KOMMISSIONEN TILL EUROPAPARLAMENTET OCH RÅDET

om utvärdering av tillämpningen av och tillämpningsområdet för Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU om förvaltare av alternativa investeringsfonder

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING 3

1.1 Bakgrund 3

1.2 Rättslig grund 3

1.3 Metodik och samrådsprocess 4

2. UTVÄRDERING AV TILLÄMPNINGEN AV OCH TILLÄMPNINGSOMRÅDET FÖR DIREKTIVET 5

2.1 Effekter för AIF-fonder och AIF-förvaltare 5

2.2 Effekter för investerare 7

2.3 Effekter för övervakning och bedömning av systemrisk 8

2.4 Effekter av regler om investeringar i privata företag och i eller till förmån för utvecklingsländer 9

FÖRKORTNINGAR/KORTFORMER

AIF-fond	Alternativ investeringsfond
AIF-förvaltare	Förvaltare av alternativa investeringsfonder
AIFMD	Direktiv 2011/61/EU om förvaltare av alternativa investeringsfonder
AUM	Förvaltade tillgångar
CLO	CLO (Collateralised loan obligation)
CMU	Kapitalmarknadsunionen
CRD	Kapitalkravsdirektivet
VPC	Värdepapperscentral
GD Fisma	Generaldirektoratet för finansiell stabilitet, finansiella tjänster och kapitalmarknadsunionen
ECB	Europeiska centralbanken
EGESC	Europeiska värdepapperskommitténs expertgrupp
Eltif-fond	Europeisk långsiktig investeringsfond
Esma	Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten
ESRB	Europeiska systemrisknämnden
EU	Europeiska unionen
EuVECA	Europeisk riskkapitalfond
FSB	Rådet för finansiell stabilitet
IMSC	Esmas ständiga portföljförvaltningskommitté
Iosco	Internationella organisationen för värdepapperstillsyn
NAV	Nettotillgångsvärde
NCA	Nationell behörig myndighet
NPPR	Nationell ordning för privata placeringar
Mifid-direktivet	Direktivet om marknader för finansiella instrument
Fondföretag	Företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper

1. INLEDNING

1.1 Bakgrund

Direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder[1] (nedan kallat *direktivet*) antogs efter den globala finanskrisen, som avslöjade vissa svagheter på de globala finansmarknaderna och i regelverket för dessa[2]. Till följd av detta enades G20-ledarna om behovet av större reglering av finansbranschen för att minimera risken för och omfattningen av framtida kriser[3]. Detta innefattade även sektorn för förvaltning av alternativa investeringar, där det behövdes en mer samordnad tillsyn och ökad transparens för investerarna. För att stödja G20-målen utfärdade Internationella organisationen för värdepapperstillsyn (Iosco) högnivåprinciper för regelverket för hedgefonder, för att vägleda utarbetandet av internationella standarder på detta område[4].

Efter Europeiska rådets[5] godkännande av dessa internationella åtaganden och mot bakgrund av Europaparlamentets betänkande[6] utfärdade Europeiska kommissionen (nedan kallad *kommissionen*) ett förslag till ett regelverk för förvaltare av alternativa investeringsfonder (nedan kallade *AIF-förvaltare*)[7]. Direktivet antogs den 8 juni 2011. Efter det att direktivet införlivats i de nationella rättsordningarna blev det tillämpligt den 22 juli 2013[8].

Direktivet syftar till att uppnå en enhetlig tillsynsmetod för riskerna i det finansiella systemet, skapa en hög nivå på investerarskyddet och underlätta integrering av marknaderna i EU för alternativa investeringsfonder[9]. AIF-förvaltare ska vidta åtgärder för att hantera risker och säkerställa nödvändig transparens i fråga om den verksamhet som bedrivs av de alternativa investeringsfonder (nedan kallade *AIF-fonder*) som de förvaltar, samtidigt som de på grundval av en enda auktorisation får förvalta och marknadsföra AIF-fonder till professionella investerare i hela unionen[10].

1.2 Rättslig grund

Denna rapport har utarbetats i enlighet med artikel 69 i direktivet. Kommissionen är skyldig att se över tillämpningen av och tillämpningsområdet för direktivet, med tonvikt på erfarenheterna av direktivets tillämpning. Det är nödvändigt att bedöma direktivets effekter

[1]Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU av den 8 juni 2011 om förvaltare av alternativa investeringsfonder samt om ändring av direktiv 2003/41/EG och 2009/65/EG och förordningarna (EG) nr 1060/2009 och (EU) nr 1095/2010 (EUT L 174, 1.7.2011, s. 1) (Direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder).

[2]Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om förvaltning av alternativa investeringsfonder, 30.4.2009, COM (2009) 207 slutlig.

[3]Förklaring från toppmötet om finansmarknaderna och världsekonomin, Washington DC, den 15 november 2008.

[4]Skäl 89 i direktivet; *IOSCO Final Report Hedge Funds Oversight*, juni 2009.

[5]Europeiska rådets slutsatser av den 16 september 2010.

[6]Europaparlamentets betänkanden med rekommendationer till kommissionen om hedgefonder och private equity (A6-0338/2008) [”Rasmussen-rapporten”] och om transparens i institutionella investerares verksamhet (A6-0296/2008) [”Lehne-rapporten”]; Rapport från högnivågruppen för finansiell tillsyn i EU, 25 februari 2009, s. 25.

[7]Se fotnot 2.

[8]Den sista medlemsstat som införlivade direktivet slutförde denna process före utgången av 2015.

[9]Skälen 2–4 och 94 i direktivet.

[10]Artikel 32.1 i direktivet.

för investerare, AIF-fonder och AIF-förvaltare i unionen och i tredjeländer, för att fastställa i vilken mån direktivets mål har uppnåtts.

Med denna rapport fullgör kommissionen sitt uppdrag att ge Europaparlamentet och rådet en bedömning av hur direktivet fungerar. I rapporten granskas dessutom metoderna för beräkning av finansiell hävstång i enlighet med artikel 6 i kommissionens delegerade förordning (EU) nr 231/2013 (nedan kallad *förordningen om förvaltare av alternativa investeringsfonder*), som kompletterar direktivet[11]. Arbetsdokumentet från kommissionens avdelningar (SWD(2020) 110) om bedömning av tillämpningen av och tillämpningsområdet för Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU om förvaltare av alternativa investeringsfonder innehåller ytterligare information om slutsatserna. En oberoende rapport från KPMG har också offentliggjorts[12].

1.3 Metodik och samrådsprocess

Kommissionen gav en extern konsult – KPMG[13] – i uppdrag att göra en allmän genomgång och en evidensbaserad studie för att bedöma direktivets effekter[14].

Den empiriska studien omfattade 15 EU-medlemsstater[15]. I studien bedömdes huruvida direktivets specifika regler var ändamålsenliga, effektiva, samstämmiga och relevanta och om de stödde EU:s åtgärder för att uppnå direktivets allmänna, specifika och operativa mål[16].

I denna rapport kompletteras KPMG:s slutsatser med andra informationskällor, däribland relevanta datauppdateringar och uppgifter som erhållits genom det arbete som utförts inom kommissionen[17], Esma[18] och Europeiska systemrisknämnden (ESRB)[19]. I rapporten beaktas

[11]Kommissionens delegerade förordning (EU) nr 231/2013 av den 19 december 2012 om komplettering av Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU vad gäller undantag, allmänna verksamhetsvillkor, förvaringsinstitut, finansiell hävstång, öppenhet och tillsyn (EUT L 83, 22.3.2013, s. 1).

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

[13] KPMG Law Rechtsanwaltsgesellschaft mbH som huvudansvarigt, med underleverantörerna KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Tyskland och KPMG LLP, Förenade kungariket, med stöd av KPMG:s europeiska nätverk.

[14]Den allmänna genomgången utfördes i form av ett frågeformulär online och pågick mellan den 6 februari 2018 och den 29 mars 2018. Vid genomgången vägleddes KPMG av den lista över aspekter som anges i artikel 69.1 i direktivet, angående vilka berörda parter uppmanades att dela med sig av sina erfarenheter.

[15]Österrike, Belgien, Cypern, Tjeckien, Danmark, Frankrike, Tyskland, Ungern, Irland, Italien, Luxemburg, Malta, Nederländerna, Spanien och Förenade kungariket. Detta utgör ett bra urval av medlemsstater i fråga om geografi och olika marknadsstorlekar för AIF-fonder, AIF-förvaltare och investerare.

[16]Se fotnot 12.

[17]Svar på kommissionens enkät om EU:s regelverk för finansiella tjänster och svar på kommissionens samråd om gränsöverskridande distribution av fonder (fondföretag, AIF-fonder, Eltif-fonder, europeiska riskkapitalfonder och europeiska fonder för socialt företagande) i EU.

[18]Esmas yttrande till Europaparlamentet, rådet och kommissionen och svar på Esmas enkät om hur marknadsföringspasset för EU-baserade AIF-förvaltare och nationella ordningar för privata placeringar fungerar, 30 juli 2015, ESMA/2015/1235; Esmas tematiska studie bland nationella behöriga myndigheter om ramverk för anmälningar och skyldigheter för hem- och värdmedlemsstater enligt reglerna för fondföretag och AIF-förvaltare, 7 april 2017, ESMA34–43–340; Esmas yttrande om åtskillnad av tillgångar och depåförvaringstjänster, 20 juli 2017, ESMA 34–45–27; Esmas årliga statistiska rapport om EU-baserade AIF-fonder 2019, 21.1.2019, ESMA 50-165-748. (Esmas statistiska rapport 2019) och Esmas årliga statistiska rapport om EU-baserade AIF-fonder 2020, 10.1.2020, ESMA50-165-1032 (Esmas statistiska rapport 2020).

de synpunkter som framkom via kommissionens samverkan med berörda parter, innefattande nationella behöriga myndigheter, branschföreträdare och organisationer för investerarskydd, i form av offentliga samråd och bilaterala och multilaterala möten. Vetenskapliga och statistiska publikationer ligger också till grund för denna rapport. Till exempel var Esmas årliga statistiska rapporter om EU-baserade AIF-fonder särskilt användbara för att beskriva EU:s marknad för AIF-fonder[20]. Enskilda exempel på effektivitetsbrister i vissa unionsregler beaktades också.

Den 27 september 2019 samrådde kommissionen med Europeiska värdepapperskommitténs expertgrupp (EGESC), som företräder medlemsstaterna, för att få in tekniska och politiska synpunkter på materiella frågor som rörde tillämpningen av och tillämpningsområdet för direktivet. Medlemmarna i EGESC inbjöds att lämna skriftliga inlagor och rapporten beaktar deras ståndpunkter.

Den 22 oktober 2019 lade kommissionen fram de viktigaste delarna av denna rapport för Esmas ständiga portföljförvaltningskommitté och sökte dess synpunkter baserade på de nationella behöriga myndigheternas tillsynserfarenheter.

2. UTVÄRDERING AV TILLÄMPNINGEN AV OCH TILLÄMPNINGSOMRÅDET FÖR DIREKTIVET

Direktivet är en viktig hörnsten i kapitalmarknadsunionen och underlättar en förstärkt övervakning av risker i det finansiella systemet och gränsöverskridande kapitalanskaffning för investeringar i alternativa tillgångar. Direktivet har spelat en viktig roll för att skapa en inre marknad för AIF-fonder och stärka reglerings- och tillsynsramarna för AIF-förvaltare i unionen. AIF-förvaltares verksamhet bedrivs nu med större transparens för investerare och tillsynsorgan.

2.1 Effekter för AIF-fonder och AIF-förvaltare

EU:s marknad för AIF-fonder har vuxit kontinuerligt, mätt i AIF-fonders nettotillgångar och förvaltade tillgångars nettovärde, och AIF-förvaltare har en betydande gränsöverskridande verksamhet. Efter direktivets antagande 2011 har AIF-fondernas totala nettotillgångar mer än fördubblats, från 2,3 biljoner till 5,9 biljoner euro[21]. Antalet AIF-fonder med gränsöverskridande verksamhet fördubblades nästan mellan juni 2017 och oktober 2019, och andelen steg från 3 % till 5,8 % av AIF-fonderna[22]. I detta avseende bekräftas det att marknadsföringspasset för AIF-förvaltare är en viktig faktor. En majoritet av de AIF-förvaltare, offentliga myndigheter och institutionella investerare som svarade på den allmänna genomgången rapporterade att tillträdet till de nationella marknaderna hade förbättrats tack

[19]Europeiska systemrisknämndens rekommendation av den 7 december 2017 om likviditets- och hävstångsrisker i investeringsfonder ESRB/2017/6, 2018/C 151/01. ESRB:s skrivelse av den 3 februari 2020 till GD Fisma om tankar kring direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

[20]Esmas årliga statistiska rapport om EU-baserade AIF-fonder 2019, 21.1.2019, ESMA 50–165–748, (Esmas statistiska rapport 2019) och Esmas årliga statistiska rapport om EU-baserade AIF-fonder 2020, 10.1.2020, ESMA50–165–1032, (Esmas statistiska rapport 2020).

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

[22] Morningstar, juni 2017 och Morningstar, oktober 2019.

vare direktivet, även om 34 % också uppgav att det tog längre tid att få tillträde till marknaden[23].

I denna rapport konstateras att effektiviteten hos marknadsföringspasset för EU-baserade AIF-förvaltare hindras av nationell överreglering, skillnader i de nationella marknadsföringsreglerna[24], olika tolkningar av direktivet från de nationella tillsynsorganens[25] sida och passets begränsade räckvidd. Mindre AIF-förvaltare som inte kan uppfylla direktivets alla krav måste avstå från att anskaffa kapital i andra medlemsstater eller övervinna betydande hinder för marknadstillträde. Dessutom tillåter marknadsföringspasset för AIF-förvaltare marknadsföring enbart till professionella investerare, vilket ytterligare begränsar AIF-förvaltarnas gränsöverskridande verksamhet, eftersom de bara kan rikta sig till semiprofessionella och icke-professionella investerare i enlighet med olika (och ofta restriktiva) nationella regler. Utdelning från AIF-fonder omfattas av Mifid II[26], som gör åtskillnad mellan icke-professionella investerare och professionella investerare, och därför behöver varje ändring av definitionerna av olika typer av investerare i direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder ta hänsyn till samspelet mellan direktivet och de relevanta bestämmelserna i Mifid II.

AIF-fonder erbjuds icke-professionella investerare av banker och försäkringsföretag. Dessa finansiella intermediärer marknadsför aktivt i huvudsak interna fonder, i stället för att även erbjuda ett större sortiment av AIF-fonder som är tredje part[27]. Situationen håller dock på att förändras med en växande marknadsandel för onlineplattformar. Kommissionens arbete med kapitalmarknadsunionen inriktas på att förbättra distributionen av investeringsprodukter i unionen och se över informationskraven. Resultatet av detta arbete kommer också att påverka AIF-fonder och AIF-förvaltare som är baserade i tredjeländer, som för närvarande kan få tillgång till investerare i enskilda medlemsstater enbart på grundval av nationella lagar som anges i nationella ordningar för privata placeringar.

De nationella ordningarna för privata placeringar beskrivs av berörda parter som en viktig faktor för marknadsutvecklingen, eftersom ett marknadsföringspass för AIF-förvaltare som utgör enheter i tredjeländer inte har aktiverats. Till följd av detta har investerare i medlemsstater med sådana ordningar kunnat få tillgång till globala marknader för finansiella tjänster och diversifiera sina investeringar. De nationella ordningarna för privata placeringar skiljer sig dock mellan medlemsstaterna och kräver, vilket är viktigare, att AIF-förvaltare genomför blott ett mycket begränsat antal av kraven i direktivet. Detta skapar ojämlika konkurrensvillkor mellan EU-baserade AIF-förvaltare och icke EU-baserade AIF-förvaltare. Vissa medlemsstater har helt och hållet utestängt marknadstillträde för enheter från tredjeländer. Vissa medlemsstater föreslår en ytterligare harmonisering av de nationella ordningarna för privata placeringar, medan andra anser att denna fråga skulle lösas bättre genom att man aktiverar ett marknadsföringspass enligt direktivet för enheter från tredjeländer, följt av en utfasning av de nationella ordningarna för privata placeringar.

---

[23] Se fotnot 12, s. 101.
[24] Se fotnot 12, s. 74 och 114.
[25] Arbetsdokument från kommissionens avdelningar: Konsekvensbedömning angående gränsöverskridande distribution från kollektiva investeringsfonder, SWD(2018) 54 final, 12.3.2018, [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-3132069_en#pe-2018-1277].
[26] Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU (EUT L 173 12.6.2014, s. 349).
[27] *Study on the distribution systems of retail investment products across the European Union*, april 2018, s. 17, finns på [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en.pdf].

Kommissionen gjorde ingen bedömning av hur ett marknadsföringspass enligt direktivet för enheter från tredjeländer skulle kunna fungera, eftersom ett sådant pass ännu inte har aktiverats och det inte finns några marknadsdata att basera sig på.

2.2 Effekter för investerare

Utifrån den detaljerade bedömningen i arbetsdokumentet från kommissionens avdelningar tjänar reglerna för förvaringsinstitut och intressekonflikter och informations- och transparenskraven till att skydda investerares intressen, vilket bygger upp investerarnas förtroende för finansmarknaderna. Marknadsdata visar på ökad försäljning för AIF-fonder och ett ökat deltagande av icke-professionella investerare i flera medlemsstater[28]. Den gränsöverskridande verksamheten har potential att växa ytterligare med tanke på de nyligen antagna reglerna inom ramen för kapitalmarknadsunionen[29].

En särskild ordning som reglerar förvaringsinstitutens funktioner och ansvar har visat sig vara en ändamålsenlig åtgärd för att förbättra investerarskyddet[30]. Ordningen fungerar väl, även om riktade klargöranden kan krävas för att hantera situationer där AIF-förvaltare använder tredjepartsförvaltning av säkerheter eller när värdepapperscentraler fungerar som depåhållare.

Vad som är viktigare är att avsaknaden av ett marknadsföringspass för förvaringsinstitut strider mot tanken med den inre marknaden. Till följd av det begränsade urvalet av tjänsteleverantörer på mindre marknader finns det även farhågor om koncentrationsrisk eftersom ett enda förvaringsinstitut kan inneha tillgångarna för alla AIF-fonder som är etablerade i en medlemsstat.

När det gäller värderingsregler, som är nödvändiga för att fastställa varje investerares andel i en viss AIF-fond och för att övervaka AIF-fondens resultat, har direktivet infört en viss disciplin och struktur i värderingen av AIF-fonders tillgångar[31]. Det kan dock finnas problem med värderingsreglernas binära karaktär, eftersom berörda parter tolkar det som att en kombinerad användning av interna och externa värderare är utesluten, samt osäkerhet kring de externa värderarnas ansvar, som fastställs enligt de nationella lagarna. Det fanns dock inte tillräcklig bevisning som kunde klargöra vilka informationskrav i direktivet som borde ändras.

Direktivets informationskrav har visserligen medfört vissa kostnader för branschen, men de har till stor del uppnått målet att göra det möjligt för investerare att fatta välgrundade investeringsbeslut[32]. Att kräva information om intressekonflikter uppskattas särskilt av investerare i alternativa tillgångar, eftersom detta är en av deras största farhågor[33]. Analysen visar att direktivet har medfört ökad transparens i fråga om de produkter och tjänster som

[28] Se fotnot 12, s. 257.
[29] Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2019/1160 av den 20 juni 2019 om ändring av direktiven 2009/65/EG och 2011/61/EU vad gäller gränsöverskridande distribution av företag för kollektiva investeringar (EUT L 188, 12.7.2019, s. 106) och Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2019/1156 av den 20 juni 2019 om underlättande av gränsöverskridande distribution av företag för kollektiva investeringar och om ändring av förordningarna (EU) nr 345/2013, (EU) nr 346/2013 och (EU) nr 1286/2014 (EUT L 188, 12.7.2019, s. 55).
[30] Se fotnot 12, s. 94.
[31] Se fotnot 12, s. 183.
[32] Se fotnot 12, s. 77.
[33] Alts Transparency: *Finding the Right Balance* [https://www.northerntrust.com/documents/campaign-landing/cis/2017/alt-transparency.pdf].

erbjuds[34]. Den identifierade dock inte vilka inslag i informationskraven som skulle kunna vara överflödiga, med tanke på att vissa professionella investerare begär annan information än den som föreskrivs i direktivet.

2.3 Effekter för övervakning och bedömning av systemrisk

För att övervaka och dämpa de risker på makronivå som härrör från AIF-förvaltares verksamhet måste de relevanta enheterna identifieras, för att säkerställa att de uppfyller de grundläggande kraven i fråga om att på ett yrkesmässigt och ansvarsfullt förvalta sina kollektiva investeringar till nytta för investerarna. Det fanns ingen bevisning som tydde på att direktivets tröskelvärden för förvaltade tillgångar, vars överskridande kan innebära att AIF-förvaltarnas verksamhet utgör en betydande systemrisk, borde justeras.

Berörda parter anser att de verktyg som de nationella behöriga myndigheterna i enlighet med direktivet kan använda för att säkra finansiell stabilitet, inbegripet möjligheterna att införa gränser för finansiell hävstång för AIF-förvaltare[35] eller tillfälligt avbryta inlösen i allmänhetens intresse, är till nytta. ESRB rekommenderar att dessa verktyg ska stärkas och harmoniseras ytterligare[36]. Detta inbegriper en rekommendation om att klargöra de nationella behöriga myndigheternas respektive roller och samarbetet dem emellan i de fall där ett tillfälligt avbrytande av inlösen har gränsöverskridande konsekvenser[37]. För att avgöra om det är nödvändigt att ingripa på finansmarknaderna bör de nationella behöriga myndigheterna kunna bedöma utvecklingstendenser i branschen för AIF-fonder och övervaka hot mot den finansiella stabiliteten med tanke på de marknader där AIF-fonderna handlar. Detta är skälet till direktivets regler om rapportering till tillsynsmyndigheterna[38].

Dessa krav på rapportering till tillsynsmyndigheterna bekräftas vara nödvändiga för att tillsynsorganen ska kunna övervaka riskerna för det finansiella systemet inom olika sektorer och över gränserna. En närmare analys pekar dock på att de kan behöva rationaliseras, samtidigt som de nedplöjda kostnader som redan uppstått för de AIF-förvaltare som efterlevt kraven beaktas. Det finns också överlappningar med annan unionslagstiftning, såsom rapportering till ECB för statistiska ändamål, vilket möjligtvis skulle kunna stödja argumenten för att anpassa den nuvarande rapporteringsmallen enligt förordningen om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

Den observerbara tendensen med ökad utlåning från andra institut än banker väcker oro för den finansiella stabiliteten[39]. Viss detaljerad information om några tillgångsklasser, såsom högrisklån och CLO (collateralised loan obligations), samt information om indirekta kopplingar mellan banker och finansiella institut som inte är banker saknas för närvarande men är relevant för makrotillsynen. Flera berörda parter har uppmanat kommissionen att göra en ny bedömning av frågan om att fastställa gemensamma standarder för låneutgivande AIF-fonder[40].

---

[34] Se fotnot 12, s. 210.
[35] Artikel 25 i direktivet.
[36] Se fotnot 19.
[37] Artikel 46 i direktivet.
[38] Bilaga IV till förordningen om förvaltare av alternativa investeringsfonder.
[39] Finansiella institut som inte är banker har fått en allt större roll på marknaderna för högrisklån och CLO. Se FSB, *Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations (CLOs)*, PLEN/2019/91-REV, 22 november 2019.
[40] Möte i EGESC, 27 september 2019.

När det gäller metoder för att beräkna finansiell hävstång bedömer många berörda parter att de brutto- och åtagandemetoder som i nuläget föreskrivs i förordningen om förvaltare av alternativa investeringsfonder[41] i princip är lämpliga. Vissa justeringar kan dock tarvas enligt slutsatsen av det arbete som FSB och Iosco[42] gjort på detta område, som är inriktat på rapportering av uppgifter, samt ESRB:s rekommendationer om förbättrade åtgärder för att bedöma makrorisker[43].

För övervakning av systemrisker och tillsyn över sektorn för AIF-fonder krävs ett ändamålsenligt tillsynssamarbete. I direktivet anges regler om de nationella behöriga myndigheternas befogenheter och där deras samverkan med Esma ges en viktig roll. Direktivet ger visserligen de nationella behöriga myndigheterna den ram som krävs för att de ska kunna samarbeta, men reglernas effektivitet har ännu inte testats.

Esma spelar å andra sidan en central roll när det gäller att skapa större enhetlighet i fråga om direktivets standarder på den inre marknaden genom att samordna de nationella behöriga myndigheternas ståndpunkter. En harmonisering av formulär och processer och central förvaltning av databaser från Esmas sida skulle kunna ytterligare öka enhetligheten i genomförandet och tillämpningen av direktivet. Som det framgår av den detaljerade bedömningen i arbetsdokumentet från kommissionens avdelningar har utfärdandet av riktlinjer visat sig vara ett annat användbart verktyg för att uppnå ett enhetligt genomförande och en enhetlig tillämpning av direktivet i hela unionen. Ett exempel på detta är Esmas riktlinjer om direktivreglerna för ersättningar till AIF-förvaltare[44].

Regler om ersättningar infördes i direktivet i syfte att främja en ändamålsenlig och sund riskhantering genom att få löneincitamenten att sammanfalla med ett hållbart resultat för fonden[45]. En rapporterad övergång från rörliga till fasta ersättningar[46] verkar ha medfört större riskaversion i sektorn för kollektiva fonder för alternativa investeringar och en allmänt ökad medvetenhet om bra ersättningssystem[47]. Trots denna tendens har några berörda parter begärt att direktivets regler om ersättningar ska anpassas till liknande system i annan sektorsspecifik lagstiftning, som det nyligen ändrade kapitalkravsdirektivet[48]. I kapitalkravsdirektivet definieras de små institut och ersättningsbelopp som kan undantas från kravet på uppskjutande av rörliga ersättningar.

2.4 Effekter av regler om investeringar i privata företag och i eller till förmån för utvecklingsländer

[41] Se fotnot 12, s. 171. Se avsnitt 2 i kapitel II i förordningen om förvaltare av alternativa investeringsfonder.
[42] *FSB Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, 12 januari 2017; *IOSCO Final Report on Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*, februari 2018; *IOSCO Final Report on Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*, februari 2018.
[43] Se fotnot 19.
[44] Esmas riktlinjer om en sund ersättningspolicy enligt AIFM-direktivet, 3 juli 2013, ESMA/2013/232.
[45] Det finns viss bevisning som stöder deras effektivitet när det gäller att få åsyftade aktörer att agera riskmedvetet.
[46] Se fotnot 12, s. 188.
[47] Se fotnot 12, s. 192.
[48] Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2019/878 av den 20 maj 2019 om ändring av direktiv 2013/36/EU vad gäller undantagna enheter, finansiella holdingföretag, blandade finansiella holdingföretag, ersättning, tillsynsåtgärder och tillsynsbefogenheter och kapitalbevarande åtgärder (EUT L 150, 7.6.2019, s. 253).

Direktivets regler om tillsynsrapportering, förvaringsinstitut, riskhantering och ersättningar tar inte uttryckligen hänsyn till alla särdrag som gäller för förvaltningen av investeringar i riskkapital. Kraven på transparens när en riskkapitalfond förvärvar kontrollerande andelar i privata företag och bestämmelserna mot utförsäljning av tillgångar (företagsplundring) är inte alltför betungande, men bristen på tillgängliga uppgifter gjorde att deras mervärde inte kunde fastställas.

Förvaltare av riskkapitalfonder, som i fråga om sin förvaltade portföljstorlek inte uppfyller de rättsliga parametrarna i direktivet eller i förordningen om europeiska riskkapitalfonder[49], möter betydande hinder för att marknadsföra sina fonder i andra medlemsstater[50]. Några aktörer hävdar således att direktivet skulle kunna ändras för att bättre tillgodose riskkapitalsektorns behov genom att avskaffa onödiga avgifter och finna mer ändamålsenliga sätt att skydda icke-börsnoterade företag eller emittenter.

Det finns inte tillräckliga bevis för att fastställa vilken effekt direktivet har på investeringar i eller till förmån för utvecklingsländer. Direktivet förefaller emellertid inte införa några regleringsbegränsningar som skulle hindra sådana investeringar.

Enligt direktivet ska kommissionen, efter att ha överlämnat denna rapport till EU:s medlagstiftare, vid behov lägga fram förslag, inklusive ändringar av direktivet. Kommissionen bedömer fortfarande behovet av ytterligare förslag på detta område.

Det är också viktigt att notera andra lagstiftningsåtgärder som EU nyligen har vidtagit inom kapitalförvaltningssektorn. Paketet om gränsöverskridande utdelning från investeringsfonder antogs bland annat för att öka transparensen i samband med de tillsynsavgifter som tas ut av de nationella behöriga myndigheterna för att behandla anmälningar från AIF-fonder och i förhållande till nationella regler för marknadsföring[51]. Kraven på åtskillnad av tillgångar när depåförvaring av tillgångar delegeras till en tredje part rationaliserades genom de nyligen antagna ändringarna av kommissionens delegerade förordning (EU) nr 231/2013[52]. I ändringar av kapitalkravsdirektivet föreskrivs att AIF-förvaltare som tillhör samma företagsgrupp eller -konglomerat måste tillämpa reglerna om ersättning i direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder, och på så sätt undviks att de omfattas av flera regeluppsättningar som gäller för olika typer av finansiella intermediärer[53]. EU-förordningen om hållbarhetsrelaterade upplysningar i sektorn för finansiella tjänster kommer att säkerställa enhetlighet mellan EU:s olika regelverk[54]. Den nyligen ändrade förordningen om europeiska riskkapitalfonder innebar att förvaltare av företag för kollektiva investeringar som auktoriserats enligt direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder kan använda beteckningen ”EuVECA”, och den utvidgade också parametrarna för investeringar[55].

[49]Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 345/2013 av den 17 april 2013 om europeiska riskkapitalfonder.
[50] Bilaterala möten med berörda parter.
[51]Se fotnot 29.
[52]Kommissionens delegerade förordning (EU) 2018/1618 av den 12 juli 2018 om ändring av delegerad förordning (EU) nr 231/2013 vad gäller förvaringsinstituts förvaringsuppgifter (EUT L 271, 30.10.2018, s. 1).
[53]Se fotnot 48.
[54]Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2019/2088 av den 27 november 2019 om hållbarhetsrelaterade upplysningar som ska lämnas inom den finansiella tjänstesektorn (EUT L 317, 9.12.2019, s. 1).
[55]Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1991 av den 25 oktober 2017 om ändring av förordning (EU) nr 345/2013 om europeiska riskkapitalfonder och förordning (EU) nr 346/2013 om europeiska fonder för socialt företagande (EUT L 293, 10.11.2017, s. 1).

Andra frågor som tas upp i denna rapport kan dock möjligtvis kräva ytterligare åtgärder på unionsnivå för att fördjupa EU:s marknad för AIF-fonder och bemöta den tekniska utvecklingen, så att direktivets regelverk är ändamålsenligt.