EUROPSKA
KOMISIJA

Bruxelles, 10.6.2020.
COM(2020) 232 final

IZVJEŠĆE KOMISIJE EUROPSKOM PARLAMENTU I VIJEĆU

o ocjeni primjene i područja primjene Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova

SADRŽAJ

1. UVOD 3

1.1. Kontekst 3

1.2. Pravna osnova 3

1.3. Metodologija i postupak savjetovanja 4

2. OCJENA PRIMJENE I PODRUČJA PRIMJENE DIREKTIVE O UAIF-ima 5

2.1. Učinak na AIF-e i UAIF-e 5

2.2. Učinak na ulagatelje 7

2.3. Učinak na praćenje i procjenu sistemskog rizika 8

2.4. Učinak pravila o ulaganju u društva u privatnom vlasništvu i u/ili u korist zemalja u razvoju 9

POKRATE

AIF	alternativni investicijski fond
UAIF	upravitelj alternativnog investicijskog fonda
Direktiva o UAIF-ima	Direktiva 2011/61/EU o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova
AuM	imovina kojom se upravlja
CLO	financijski instrumenti osigurani kreditima
CMU	unija tržišta kapitala
CRD	Direktiva o kapitalnim zahtjevima
CSD	središnji depozitorij vrijednosnih papira
GU FISMA	Glavna uprava za financijsku stabilnost, financijske usluge i uniju tržišta kapitala
ESB	Europska središnja banka
EGESC	Stručna skupina Europskog odbora za vrijednosne papire
ELTIF	Europski fond za dugoročna ulaganja
ESMA	Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala
ESRB	Europski odbor za sistemske rizike
EU	Europska unija
EuVECA	Europski fond poduzetničkog kapitala
FSB	Odbor za financijsku stabilnost
IMSC	Stalni odbor ESMA-e za upravljanje ulaganjima
IOSCO	Međunarodna organizacija nadzornih tijela za vrijednosne papire
NAV	neto vrijednost imovine
NNT	nacionalno nadležno tijelo
NPPR	nacionalni propisi o privatnom plasmanu
MiFID	Direktiva o tržištima financijskih instrumenata
UCITS	subjekti za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire

1. UVOD

1.1. Kontekst

Direktiva o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova[1] (Direktiva o UAIF-ima) donesena je nakon svjetske financijske krize, koja je razotkrila određene slabosti svjetskih financijskih tržišta i njihovih regulatornih sustava[2]. Zato su se čelnici skupine G20 složili da je potrebna veća regulacija financijskog sektora kako bi se rizik od budućih financijskih kriza i njihov razmjer smanjili na najmanju moguću mjeru[3]. To se odnosilo i na sektor upravljanja alternativnim ulaganjima, u kojem je trebalo povećati usklađenost nadzora i transparentnost prema ulagateljima. Radi potpore ciljevima skupine G20 Međunarodna organizacija nadzornih tijela za vrijednosne papire (IOSCO) objavila je načela visoke razine za regulaciju fondova za zaštitu od rizika radi usmjeravanja razvoja međunarodnih standarda u tom području[4].

Nakon što je Europsko vijeće[5] potvrdilo te međunarodne obveze i uzimajući u obzir izvješće Europskog parlamenta[6], Europska komisija (dalje u tekstu „Komisija") donijela je Prijedlog regulatornog okvira kojim se uređuju upravitelji alternativnih investicijskih fondova (UAIF-i)[7]. Direktiva o UAIF-ima donesena je 8. lipnja 2011. Nakon prenošenja u nacionalne pravne sustave Direktiva o UAIF-ima stupila je na snagu 22. srpnja 2013.[8]

Direktivom o UAIF-ima nastoji se postići koherentan pristup nadzoru rizika za financijski sustav, osigurati visoku razinu zaštite ulagatelja i olakšati integraciju tržišta EU-a za UAIF-e[9]. Upravitelji alternativnih investicijskih fondova dužni su poduzimati mjere za upravljanje rizicima te osigurati potrebnu transparentnost djelatnosti alternativnih investicijskih fondova kojima upravljaju, a istodobno mogu upravljati i trgovati tim fondovima s profesionalnim ulagateljima u cijeloj Uniji na temelju jedinstvenog odobrenja za rad[10].

1.2. Pravna osnova

Izvješće je pripremljeno u skladu s člankom 69. Direktive o UAIF-ima. Komisija je dužna preispitati primjenu i područje primjene Direktive o UAIF-ima, posebno uzimajući u obzir iskustvo stečeno u primjeni te direktive. Potrebno je procijeniti učinak Direktive o UAIF-ima

[1] Direktiva 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 8. lipnja 2011. o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova i o izmjeni direktiva 2003/41/EZ i 2009/65/EZ te uredbi (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 1095/2010, SL L 174, 1.7.2011., str. 1.–73. (Direktiva o UAIF-ima).

[2] Prijedlog direktive Europskog parlamenta i Vijeća o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova, 30.4.2009., COM (2009) 207 final.

[3] Deklaracija sa sastanka na vrhu o financijskim tržištima i svjetskom gospodarstvu u Washingtonu (D.C.), 15. studenoga 2008.

[4] Uvodna izjava 89. Direktive o UAIF-ima; Završno izvješće IOSCO-a o nadzoru fondova za zaštitu od rizika, lipanj 2009.

[5] Zaključci Europskog vijeća od 16. rujna 2010.

[6] Izvješće Europskog parlamenta s preporukama Komisiji o fondovima za zaštitu od rizika i privatnom vlasničkom kapitalu (A6-0338/2008) [Rasmussenovo izvješće] te o transparentnosti institucionalnih ulagatelja (A6-0296-2008) [izvješće „Lehne"]; Izvješće Skupine na visokoj razini za financijski nadzor u EU-u, 25. veljače 2009., str. 25.

[7] Vidjeti prethodnu bilješku 2.

[8] Posljednja država članica koja je prenijela Direktivu o UAIF-ovima završila je taj postupak do kraja 2015.

[9] Uvodne izjave od 2. do 4. i uvodna izjava 94. Direktive o UAIF-ima.

[10] Članak 32. stavak 1. Direktive o UAIF-ima.

na ulagatelje, AIF-e te UAIF-e u Uniji i u trećim zemljama kako bi se utvrdio stupanj ostvarenja ciljeva Direktive.

Ovim se izvješćem ispunjava obveza Komisije da Europskom parlamentu i Vijeću dostavi ocjenu funkcioniranja Direktive o UAIF-ima. Osim toga, u izvješću se preispituju metode za izračun financijske poluge u skladu s člankom 6. Delegirane uredbe Komisije (EU) br. 231/2013 (Uredba o UAIF-ima), kojom se dopunjuje Direktiva o UAIF-ima[11]. Radni dokument službi Komisije (SWD(2020)110: Radni dokument službi Komisije „Ocjena primjene i područja primjene Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova") sadržava dodatne informacije o tim zaključcima. Objavljeno je i neovisno izvješće KPMG-a[12].

1.3. Metodologija i postupak savjetovanja

Komisija je od vanjskog izvođača (KPMG[13]) naručila provedbu opće ankete i studije utemeljene na dokazima čiji je cilj bio procijeniti učinak Direktive o UAIF-ima[14].

Empirijska studija obuhvaćala je 15 država članica EU-a[15]. U studiji je ocijenjeno jesu li posebna pravila Direktive o UAIF-ima djelotvorna, učinkovita, koherentna i relevantna te podupiru li se njima mjere EU-a za postizanje općih, posebnih i operativnih ciljeva Direktive[16].

U ovom izvješću nalazi KPMG-a dopunjeni su drugim izvorima informacija, uključujući relevantne ažurirane podatke i informacije dobivene u raznim područjima rada Komisije[17], ESMA-e[18] i Europskog odbora za sistemske rizike (ESRB)[19]. Uzete su u obzir informacije koje je

[11] Delegirana uredba Komisije (EU) br. 231/2013 od 19. prosinca 2012. o dopuni Direktive 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća u odnosu na izuzeća, opće uvjete poslovanja, depozitare, financijsku polugu, transparentnost i nadzor, SL L 83, 22.3.2013., str. 1.–95.

[12] Izvješće o provedbi Direktive o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova – Direktiva 2011/61/EU, preuzeto s: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190110-aifmd-operation-report_en.pdf] (izvješće KPMG-a).

[13] KPMG Law Rechtsanwaltsgesellschaft mbH kao vodeće poduzeće, uz podugovaratelje KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (Njemačka) i KPMG LLP (Ujedinjena Kraljevina), uz potporu europske mreže KPMG-a.

[14] Opća anketa provedena je u obliku internetskog upitnika od 6. veljače 2018. do 29. ožujka 2018. Pri provedbi ankete KPMG se vodio popisom aspekata utvrđenih u članku 69. stavku 1. Direktive o UAFI-ima, u vezi s kojima su se dionici bili pozvani očitovati.

[15] Austrija, Belgija, Cipar, Češka, Danska, Francuska, Njemačka, Mađarska, Irska, Italija, Luksemburg, Malta, Nizozemska, Španjolska, Ujedinjena Kraljevina. To je dobar uzorak država članica u smislu zemljopisnog položaja i različite veličine njihovih tržišta za AIF-e, UAIF-e ili ulagatelje.

[16] Vidjeti prethodnu bilješku 12.

[17] Odgovori na poziv Komisije na očitovanje o regulatornom okviru EU-a za financijske usluge, odgovori na Komisijino savjetovanje o prekograničnoj distribuciji fondova (UCITS, AIF, ELTIF, EuVECA i EuSEF) u cijelom EU-u.

[18] Mišljenje ESMA-e upućeno Europskom parlamentu, Vijeću i Komisiji te odgovori na poziv na očitovanje o funkcioniranju putovnice EU-a iz Direktive o UAIF-ima i nacionalnih propisa o privatnom plasmanu, 30. srpnja 2015., ESMA/2015/1235; Tematska studija ESMA-e među nacionalnim nadležnim tijelima o okvirima za obavješćivanje i odgovornostima matične države članice i države članice domaćina u skladu s UCITS-om i Direktivom o UAIF-ima, 7. travnja 2017., ESMA34-43-340; Mišljenje ESMA-e o odvajanju imovine i uslugama skrbništva, 20. srpnja 2017., ESMA 34-45-27; Godišnje statističko izvješće ESMA-e o alternativnim investicijskim fondovima EU-a za 2019., 21.1.2019., ESMA 50-165-748. (Statističko izvješće ESMA-e za 2019.) i Godišnje statističko izvješće ESMA-e o alternativnim investicijskim fondovima u EU-u za 2020., 10.1.2020., ESMA50-165-1032 (Statističko izvješće ESMA-e za 2020.).

Komisija dobila u kontaktu s dionicima, uključujući nacionalna nadležna tijela, predstavnike industrije i udruge za zaštitu ulagatelja, te putem javnih savjetovanja, bilateralnih i multilateralnih sastanaka. U pripremi izvješća uzete su u obzir i akademske i statističke publikacije. Primjerice, ESMA-ina godišnja statistička izvješća o AIF-ima u EU-u bila su posebno korisna u opisu tržišta EU-a za AIF-e[20]. Uzeti su u obzir i pojedinačni primjeri neučinkovitosti određenih propisa Unije.

Komisija se 27. rujna 2019. savjetovala sa Stručnom skupinom Europskog odbora za vrijednosne papire (EGESC), koja predstavlja države članice, kako bi dobila tehničke povratne informacije i povratne informacije o politikama u vezi s bitnim pitanjima koja se odnose na primjenu i područje primjene Direktive o UAIF-ima. Članovi EGESC-a pozvani su da se pismeno očituju i u izvješću su uzeta u obzir njihova stajališta.

Komisija je 22. listopada 2019. predstavila Stalnom odboru ESMA-e za upravljanje ulaganjima ključne elemente ovog izvješća i zatražila njegova stajališta na temelju nadzornog iskustva nacionalnih nadležnih tijela.

2. OCJENA PRIMJENE I PODRUČJA PRIMJENE DIREKTIVE O UAIF-ima

Direktiva o UAIF-ima važan je stup unije tržišta kapitala, koji omogućuje bolje praćenje rizika za financijski sustav i olakšava prekogranično prikupljanje kapitala za ulaganja u alternativnu imovinu. Direktiva o UAIF-ima znatno je doprinijela stvaranju unutarnjeg tržišta za UAIF-e i jačanju regulatornog i nadzornog okvira za UAIF-e u Uniji. Poslovanje UAIF-a sada je transparentnije za ulagatelje i nadzorna tijela.

2.1 Učinak na AIF-e i UAIF-e

Tržište EU-a za AIF-e stalno raste, kako pokazuju neto imovina AIF-a i imovina kojom se upravlja te znatna prekogranična aktivnost UAIF-a. Od donošenja Direktive o UAIF-ima 2011., ukupna neto imovina AIF-a gotovo se udvostručila, s 2,3 bilijuna EUR na 5,9 bilijuna EUR[21]. Prekogranična distribucija AIF-a od lipnja 2017. do listopada 2019. gotovo se udvostručila, s 3 % na 5,8 % AIF-a[22]. Potvrđeno je da je putovnica za UAIF-e važan čimbenik u tom pogledu. Većina UAIF-a, javnih tijela te institucionalnih ulagatelja koji su odgovorili na opću anketu navela je da se zahvaljujući Direktivi o UAIF-ima povećao pristup nacionalnim tržištima, ali njih 34 % navelo je i da se produljilo vrijeme trgovanja[23].

U ovom je izvješću utvrđeno da učinkovitost putovnice za UAIF-e u EU-u umanjuju prekomjerna regulativa na nacionalnoj razini, razlike u nacionalnim pravilima o trgovanju[24],

---

[19] Preporuka Europskog odbora za sistemske rizike od 7. prosinca 2017. o likvidnosnim rizicima i rizicima financijske poluge u investicijskim fondovima ESRB/2017/6, 2018/C 151/01. dopis ESRB-a Glavnoj upravi FISMA o njegovim razmatranjima u vezi s Direktivom o UAIF-ima, 3. veljače 2020.

[20] Godišnje statističko izvješće ESMA-e o alternativnim investicijskim fondovima EU-a za 2019., 21.1.2019., ESMA 50-165-748, (Statističko izvješće ESMA-e za 2019.) i Godišnje statističko izvješće ESMA-e o alternativnim investicijskim fondovima u EU-a za 2020., 10.1.2020., ESMA50-165-1032, (Statističko izvješće ESMA-e za 2020.).

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

[22] Morningstar, lipanj 2017. i Morningstar, listopad 2019.

[23] Vidjeti prethodnu bilješku 12., str. 101.

[24] Vidjeti prethodnu bilješku 12., str. 74. i 114.

različiti načini na koje nacionalna nadzorna tijela[25] tumače Direktivu o UAIF-ima i njezino ograničeno područje primjene. Manji UAIF-i koji ne mogu ispuniti sve zahtjeve iz Direktive o UAIF-ima moraju odustati od prikupljanja kapitala u drugim državama članicama ili svladati znatne prepreke pristupu tržištu. Osim toga, putovnica za UAIF-e dopušta trgovanje samo profesionalnim ulagateljima, čime se ponovno ograničavaju prekogranične djelatnosti UAIF-a jer se poluprofesionalnim i malim ulagateljima može pristupiti samo u skladu s različitim (i često ograničavajućim) nacionalnim pravilima. Distribucija AIF-a podliježe pravilima MiFID-a II[26], u kojem se razlikuju mali i profesionalni ulagatelji, te stoga pri svakoj izmjeni definicija vrsta ulagatelja iz Direktive o UAIF-ima treba uzeti u obzir povezanost Direktive o UAIF-ima s odredbama MiFID-a II.

Banke i osiguravajuća društva AIF-e nude malim ulagateljima. Ti financijski posrednici aktivno promiču uglavnom vlastite fondove, umjesto da nude i širi spektar AIF-a trećih strana[27]. Međutim, situacija se mijenja povećanjem tržišnog udjela internetskih platformi. Različite aktivnosti Komisije povezane s unijom tržišta kapitala usmjerene su na poboljšanje distribucije investicijskih proizvoda u Uniji i reviziju zahtjeva za objavljivanje informacija. Ishod tih aktivnosti utjecat će i na AIF-e i UAIF-e u trećim zemljama, koji trenutačno mogu pristupiti ulagateljima u pojedinačnim državama članicama samo na temelju nacionalnih pravila utvrđenih u nacionalnim propisima o privatnom plasmanu.

Dionici su potvrdili da su nacionalni propisi o privatnom plasmanu važan čimbenik za razvoj tržišta s obzirom na to da za subjekte iz trećih zemalja nije aktivirana putovnica za UAIF-e. Stoga ulagatelji u državama članicama s takvim propisima mogu pristupati globalnim tržištima financijskih usluga i diversificirati svoja ulaganja. Međutim, nacionalni propisi o privatnom plasmanu razlikuju se među državama članicama i, što je još važnije, njima se od UAIF-a zahtijeva provedba samo vrlo ograničenog broja zahtjeva utvrđenih Direktivom o UAIF-ima. To stvara nejednake uvjete tržišnog natjecanja između UAIF-a u EU-u i UAIF-a izvan EU-a. Neke su države članice u potpunosti blokirale pristup tržištu subjektima iz trećih zemalja. Neke države članice predložile su daljnje usklađivanje nacionalnih propisa o privatnom plasmanu, dok druge smatraju da bi aktiviranje putovnice iz Direktive o UAIF-ima za subjekte iz trećih zemalja i potom postupno ukidanje nacionalnih propisa o privatnom plasmanu bilo bolje rješenje za navedeni problem.

Komisija nije ocijenila funkcioniranje putovnice za treće zemlje predviđene Direktivom o UAIF-ima jer takva putovnica još nije aktivirana te stoga nema tržišnih informacija na kojima bi mogla temeljiti ocjenu.

2.2. Učinak na ulagatelje

Detaljna procjena iznesena u radnom dokumentu službi pokazuje da se sustavom depozitara, pravilima o sukobu interesa i zahtjevima u pogledu objavljivanja informacija i transparentnosti štite interesi ulagatelja, što pridonosi izgradnji povjerenja ulagatelja u

[25] Radni dokument službi Komisije, Procjena učinka u vezi s prekograničnom distribucijom fondova za zajednička ulaganja, SWD(2018) 54 final, 12.3.2018., [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-3132069_en#pe-2018-1277].

[26] Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU, SL L 173, 12.6.2014., str. 349.–496.

[27] Studija „Sustavi distribucije investicijskih proizvoda za male ulagatelje u Europskoj uniji", travanj 2018., str. 17., preuzeta s: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en.pdf].

financijska tržišta. Tržišni podaci upućuju na povećanu prodaju AIF-a, s većim sudjelovanjem malih ulagatelja u nekoliko država članica[28]. Prekogranične djelatnosti imaju potencijal za daljnji rast s obzirom na nedavno donesena pravila u kontekstu unije tržišta kapitala[29].

Poseban sustav uređenja funkcija i obveza depozitara pokazao se učinkovitom mjerom za poboljšanje zaštite ulagatelja[30]. Sustav dobro funkcionira, iako bi mogla biti potrebna ciljana objašnjenja kako bi se riješile situacije u kojima UAIF-i koriste usluge upravljanja kolateralom koje pruža agent treća strana ili kada središnji depozitoriji vrijednosnih papira djeluju kao skrbnici.

Što je još važnije, nedostatak putovnice za depozitare u suprotnosti je s duhom jedinstvenog tržišta. Zbog ograničenog izbora pružatelja usluga na manjim tržištima, postoji i bojazan od koncentracijskog rizika, odnosno situacije da jedan depozitar drži imovinu svih AIF-a osnovanih u određenoj državi članici.

U pogledu pravila vrednovanja, koja su potrebna za utvrđivanje udjela svakog ulagatelja u određenom AIF-u i praćenje uspješnosti AIF-a, Direktivom o UAIF-ima uvedena je određena disciplina i struktura u postupak vrednovanja imovine AIF-a[31]. Međutim, problem bi mogla predstavljati binarna priroda pravila vrednovanja, što, prema shvaćanju dionika, znači da je isključena kombinirana primjena unutarnjih i vanjskih procjenitelja, kao i nesigurnost u pogledu odgovornosti vanjskih procjenitelja, koja se određuje u nacionalnim propisima. Međutim, nije bilo dovoljno dokaza koji upućuju na to koje bi odredbe o objavljivanju utvrđene Direktivom o UAIF-ima trebalo izmijeniti.

Iako podrazumijevaju određene troškove za sektor, pravilima o objavljivanju iz Direktive o UAIF-ima u velikoj je mjeri ostvaren cilj da se ulagateljima omogući donošenje informiranih odluka o ulaganju[32]. Ulagatelji u alternativnu imovinu posebno cijene zahtjev za otkrivanje sukoba interesa jer je to za njih jedan od najvećih problema[33]. Analiza upućuje na zaključak da je Direktivom o UAIF-ima povećana transparentnost proizvoda i usluga koji se nude[34]. Međutim, nije utvrđeno koji bi elementi zahtjevâ za objavljivanje informacija mogli biti suvišni, s obzirom na to da neki profesionalni ulagatelji traže dodatne informacije uz one propisane Direktivom o UAIF-ima.

2.3. Učinak na praćenje i procjenu sistemskog rizika

Za praćenje i smanjenje makrorizika koji proizlaze iz djelatnosti UAIF-a potrebno je identificirati relevantne subjekte kako bi se osiguralo da oni ispunjavaju osnovne zahtjeve za profesionalno i odgovorno upravljanje zajedničkim ulaganjima u korist ulagatelja. Nisu pronađeni dokazi koji bi upućivali na to da bi trebalo prilagoditi pragove za imovinu kojom se

[28] Vidjeti prethodnu bilješku 12., str. 257.
[29] Direktiva (EU) 2019/1160 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. lipnja 2019. o izmjeni direktiva 2009/65/EZ i 2011/61/EU u pogledu prekogranične distribucije subjekata za zajednička ulaganja, SL L 188, 12.7.2019., str. 106.–115. i Uredba (EU) 2019/1156 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. lipnja 2019. o olakšavanju prekogranične distribucije subjekata za zajednička ulaganja i izmjeni uredaba (EU) br. 345/2013, (EU) br. 346/2013 i (EU) br. 1286/2014, SL L 188, 12.7.2019., str. 55.–66.
[30] Vidjeti prethodnu bilješku 12., str. 94.
[31] Vidjeti prethodnu bilješku 12., str. 183.–184.
[32] Vidjeti prethodnu bilješku 12., str. 77.
[33] *Alts Transparency: Finding the Right Balance* (Transparentnost ulaganja u alternativnu imovinu: postizanje prave ravnoteže) [https://www.northerntrust.com/documents/campaign-landing/cis/2017/alt-transparency.pdf].
[34] Vidjeti prethodnu bilješku 12., str. 210.

upravlja utvrđene Direktivom o UAIF-ima, iznad kojih djelatnosti UAIF-a mogu predstavljati znatan sistemski rizik.

Dionici smatraju korisnima instrumente za postizanje financijske stabilnosti koji su dostupni nacionalnim nadležnim tijelima na temelju Direktive o UAIF-ima, uključujući mogućnost uvođenja ograničenja u vezi s financijskom polugom za UAIF-e[35] ili privremenu obustavu isplata u interesu javnosti. ESRB preporučuje da se te mjere dodatno pojačaju i usklade[36]. To uključuje preporuku da se razjasne uloge nacionalnih nadležnih tijela i njihova suradnja u slučajevima u kojima privremena obustava isplata ima prekogranične posljedice[37]. Kad odlučuju je li potrebna intervencija na financijskim tržištima, nacionalna nadležna tijela trebaju moći procijeniti trendove u sektoru AIF-a i pratiti prijetnje financijskoj stabilnosti, uzimajući u obzir tržišta na kojima AIF-i trguju. Zbog toga su Direktivom o UAIF-ima utvrđeni zahtjevi u pogledu nadzornog izvješćivanja[38].

Potvrđeno je da su ti zahtjevi u pogledu nadzornog izvješćivanja potrebni nadzornim tijelima radi praćenja rizika za financijski sustav u svim sektorima i zemljama. Međutim, pomnija analiza upućuje na potrebu za razmatranjem njihova pojednostavnjenja, pri čemu treba voditi računa o nepovratnim troškovima koje su UAIF-i već snosili kako bi ispunili navedene zahtjeve. Utvrđena su i preklapanja s drugim propisima Unije, kao što je izvješćivanje ESB-u u statističke svrhe, što bi moglo ići u prilog prilagodbi postojećeg obrasca za izvješćivanje u skladu s Uredbom o UAIF-ima.

Zamjetan trend jačanja sektora nebankovnih zajmova izaziva zabrinutost u pogledu financijske stabilnosti[39]. Određene detaljne informacije o nekim kategorijama imovine, kao što su zajmovi s financijskom polugom i financijski instrumenti osigurani kreditima, kao i informacije o neizravnim vezama između banaka i nebankarskih institucija, relevantne su za makrobonitetni nadzor, a trenutačno nisu dostupne. Nekoliko dionika zatražilo je od Komisije da preispita argumente za utvrđivanje zajedničkih standarda za AIF-e koji odobravaju zajmove[40].

Kad je riječ o metodama za izračun financijske poluge, u načelu, mnogi dionici smatraju da su „bruto" metoda i metoda „preuzetih obveza" koje su trenutačno predviđene Uredbom o UAIF-ima primjerene[41]. Ipak, s obzirom na zaključak rada Odbora za financijsku stabilnost (FSB) i IOSCO-a[42] u tom području, s naglaskom na dostavu podataka, kao i na preporuke

[35] Članak 25. Direktive o UAIF-ima.
[36] Vidjeti prethodnu bilješku 19.
[37] U skladu s člankom 46. Direktive o UAIF-ima.
[38] Prilog IV. Uredbi o UAIF-ima.
[39] Povećana je uloga nebankarskih financijskih institucija na tržištima zajmova s financijskom polugom i financijskih instrumenata osiguranih kreditima. Vidjeti FSB, *Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations (CLOs)* (Ranjivosti povezane sa zajmovima s financijskom polugom i financijskim instrumentima osiguranima kreditima), PLEN/2019/91-REV, 22. studenoga 2019.
[40] Sastanak Stručne skupine Europskog odbora za vrijednosne papire (EGESC) održan 27. rujna 2019.
[41] Vidjeti prethodnu bilješku 12., str. 171.–172. Poglavlje II. odjeljak 2. Uredbe o UAIF-ima.
[42] *FSB Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities* (Preporuke FSB-a za rješavanje strukturnih ranjivosti koje proizlaze iz djelatnosti upravljanja imovinom), 12. siječnja 2017.; *IOSCO Final Report on Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes* (Konačno izvješće IOSCO-a o preporukama o upravljanju likvidnosnim rizikom za subjekte za zajednička ulaganja), veljača 2018.; *IOSCO Final Report on Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes* (Konačno izvješće IOSCO-a o preporukama o upravljanju likvidnosnim rizikom za subjekte za zajednička ulaganja), veljača 2018.

ESRB-a za poboljšane mjere za procjenu makrobonitetnih rizika[43], možda će biti potrebne određene prilagodbe.

Za praćenje sistemskog rizika i nadzor nad sektorom AIF-a potrebna je učinkovita suradnja u području nadzora. Direktivom o UAIF-ima utvrđuju se pravila o nadležnostima nacionalnih nadležnih tijela i o njihovoj interakciji, pri čemu ESMA ima važnu ulogu. Iako Direktiva o UAIF-ima pruža potreban okvir za suradnju nacionalnih nadležnih tijela, učinkovitost pravila još nije provjerena.

S druge strane, ESMA ima središnju ulogu u postizanju veće konvergencije standarda za UAIF-e na unutarnjem tržištu koordinacijom stajališta nacionalnih nadležnih tijela. Usklađivanjem obrazaca i postupaka te središnjim upravljanjem bazama podataka od strane ESMA-e mogla bi se dodatno poboljšati konvergencija u provedbi i primjeni Direktive o UAIF-ima. Kako je objašnjeno u detaljnoj procjeni iz radnog dokumenta službi, izdavanje smjernica pokazalo se još jednim korisnim alatom u postizanju ujednačene provedbe i primjene Direktive o UAIF-ima u cijeloj Uniji. Primjer su smjernice ESMA-e o pravilima Direktive o UAIF-ima u vezi s politikom nagrađivanja koju provode UAIF-i[44].

Pravila o nagrađivanju uvrštena su u Direktivu o UAIF-ima kako bi se promicalo učinkovito i pouzdano upravljanje rizicima s pomoću usklađivanja financijskih poticaja s održivom uspješnosti[45]. Čini se da je zabilježeni pomak s varijabilnih na fiksne primitke[46] doveo do većeg izbjegavanja rizika u sektoru upravljanja zajedničkim alternativnim ulaganjima te se poboljšala opća informiranost o dobrim sustavima nagrađivanja[47]. Unatoč tom trendu neki su dionici pozvali na usklađivanje pravila iz Direktive o UAIF-ima o nagrađivanju sa sličnim sustavima predviđenima u drugim sektorskim propisima, kao što je nedavno izmijenjena Direktiva o kapitalnim zahtjevima[48]. Izmjenama su utvrđene male institucije i niski iznosi primitaka koji se mogu izuzeti od odgode isplate varijabilnih primitaka.

2.4. Učinak pravila o ulaganju u društva u privatnom vlasništvu i u/ili u korist zemalja u razvoju

Pravilima iz Direktive o UAIF-ima koja se odnose na nadzorno izvješćivanje, depozitare, upravljanje rizikom i primitke ne uzimaju se izričito u obzir sve posebnosti upravljanja ulaganjima u privatni vlasnički kapital. Zahtjevi u pogledu transparentnosti kada fond rizičnog kapitala s privatnom ponudom stječe kontrolne udjele u privatnim društvima i odredbe protiv razdvajanja imovine ne predstavljaju očito opterećenje, ali zbog nedostupnosti podataka nije bilo moguće utvrditi njihovu dodanu vrijednost.

Upravitelji fondova rizičnog kapitala s privatnom ponudom koji zbog veličine portfelja kojim upravljaju ne ispunjavaju regulatorne parametre utvrđene Direktivom o UAIF-ima ili

[43] Vidjeti prethodnu bilješku 19.
[44] Smjernice ESMA-e o politici nagrađivanja u skladu s Direktivom o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova, 3. srpnja 2013., ESMA/2013/232.
[45] Određeni dokazi idu u prilog njihovoj učinkovitosti u poticanju ciljanih subjekata na odgovorno ponašanje u pogledu rizika.
[46] Vidjeti prethodnu bilješku 12., str. 188.–189.
[47] Vidjeti prethodnu bilješku 12., str. 192.
[48] Direktiva (EU) 2019/878 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. svibnja 2019. o izmjeni Direktive 2013/36/EU u pogledu izuzetih subjekata, financijskih holdinga, mješovitih financijskih holdinga, primitaka, nadzornih mjera i ovlasti te mjera za očuvanje kapitala, SL L 150, 7.6.2019., str. 253.–295.

Uredbom o europskim fondovima poduzetničkog kapitala (EuVECA)[49] nailaze na znatne prepreke tržišnom natjecanju u drugim državama članicama[50]. Stoga neki dionici smatraju da bi se Direktivu o UAIF-ima moglo izmijeniti kako bi se bolje uzele u obzir specifičnosti sektora privatnog vlasničkog kapitala, i to ukidanjem nepotrebnih naknada i pronalaženjem učinkovitijih načina zaštite neuvrštenih poduzeća ili izdavatelja.

Nije bilo dovoljno dokaza za utvrđivanje učinka Direktive o UAIF-ima na ulaganja u zemlje u razvoju ili u korist zemljama u razvoju. Međutim, ne čini se da se Direktivom o UAIF-ima nameću regulatorna ograničenja kojima bi se takva ulaganja otežala.

Nakon podnošenja ovog izvješća suzakonodavcima EU-a, u skladu s Direktivom o UAIF-ima Komisija je dužna prema potrebi podnijeti prijedloge, uključujući izmjene Direktive o UAIF-ima. Komisija još procjenjuje potrebu za daljnjim prijedlozima u tom području.

Važno je spomenuti i druge zakonodavne mjere koje je EU nedavno poduzeo u sektoru upravljanja imovinom. Donesen je paket o prekograničnoj distribuciji investicijskih fondova, među ostalim kako bi se povećala transparentnost regulatornih naknada koje nacionalna nadležna tijela naplaćuju za obradu obavijesti AIF-a i nacionalnih pravila trgovanja[51]. Zahtjevi za odvajanje imovine u slučaju delegiranja skrbništva nad imovinom trećoj strani racionalizirani su nedavnim izmjenama Delegirane uredbe Komisije 231/2013[52]. U skladu s izmjenama Direktive o kapitalnim zahtjevima UAIF-i koji pripadaju istoj korporacijskoj grupi ili konglomeratu morat će primjenjivati pravila Direktive o UAIF-ima o primicima, čime će se izbjeći da podliježu višestrukim skupovima pravila kojima se reguliraju različiti financijski posrednici[53]. Uredbom EU-a o objavama povezanima s održivosti u sektoru financijskih usluga osigurat će se usklađenost različitih regulatornih okvira EU-a[54]. Nedavno izmijenjenom Uredbom o europskim fondovima poduzetničkog kapitala (EuVECA) upraviteljima subjekata za zajednička ulaganja koji su dobili odobrenje za rad u skladu s Direktivom o UAIF-ima dana je mogućnost upotrebe oznake „EuVECA” i prošireni su investicijski parametri[55].

Međutim, za rješavanje ostalih pitanja koja se razmatraju u ovom izvješću možda će biti potrebno daljnje djelovanje na razini Unije kako bi se ojačalo tržište EU-a za AIF-e te išlo ukorak s tehnološkim razvojem, osiguravajući svrsishodnost pravnog okvira utvrđenog Direktivom o UAIF-ima.

[49] Uredba (EU) br. 345/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 17. travnja 2013. o europskim fondovima poduzetničkog kapitala.
[50] Bilateralni sastanci s dionicima.
[51] Vidjeti prethodnu bilješku 29.
[52] Delegirana uredba Komisije 2018/1618 od 12. srpnja 2018. o izmjeni Delegirane uredbe (EU) br. 231/2013 u pogledu dužnosti pohrane depozitara, SL L 271, 30.10.2018., str. 1.–5.
[53] Vidjeti prethodnu bilješku 48.
[54] Uredba (EU) 2019/2088 Europskog parlamenta i Vijeća od 27. studenoga 2019. o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga, SL L 317, 9.12.2019., str. 1.–16.
[55] Uredba (EU) 2017/1991 Europskog parlamenta i Vijeća od 25. listopada 2017. o izmjeni Uredbe (EU) br. 345/2013 o europskim fondovima poduzetničkog kapitala i Uredbe (EU) br. 346/2013 o europskim fondovima za socijalno poduzetništvo, SL L 293, 10.11.2017., str. 1.–18.