EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 10.6.2020
COM(2020) 232 final

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET

om vurdering af anvendelsen af og anvendelsesområdet for Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU om forvaltere af alternative investeringsfonde

INDHOLDSFORTEGNELSE

1. INDLEDNING 3

1.1 Baggrund 3

1.2 Retsgrundlag 3

1.3 Metodik og høringsproces 4

2. VURDERING AF ANVENDELSEN AF OG ANVENDELSESOMRÅDET FOR FAIF-DIREKTIVET 5

2.1 Virkninger for AIF'er og FAIF'er 6

2.2 Virkninger for investorer 7

2.3 Virkninger for overvågning og vurdering af systemiske risici 8

2.4 Virkninger af bestemmelserne om investering i private virksomheder og i/eller til fordel for udviklingslande 10

FORKORTELSER

AIF	Alternativ investeringsfond
FAIF	Forvalter af alternative investeringsfonde
FAIF-direktivet	Direktiv 2011/61/EU om forvaltere af alternative investeringsfonde
AuM	Aktiver under forvaltning
CLO	Collateralised loan obligation
CMU	Kapitalmarkedsunion
CRD	Kapitalkravsdirektivet
CSD	Værdipapircentral
GD FISMA	Generaldirektoratet for Finansiel Stabilitet, Finansielle Tjenesteydelser og Kapitalmarkedsunionen
ECB	Den Europæiske Centralbank
EGESC	Ekspertgruppen under Det Europæiske Værdipapirudvalg
ELTIF	Europæisk langsigtet investeringsfond
ESMA	Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed
ESRB	Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici
EU	Den Europæiske Union
EuVECA	Europæisk venturekapitalfond
FSB	Rådet for Finansiel Stabilitet
IMSC	ESMA's stående udvalg om porteføljeforvaltning
IOSCO	Den Internationale Børstilsynsorganisation
NAV	Nettoaktivværdi
NCM	National kompetent myndighed
NPPR	National privat investeringsordning
MiFID	Direktiv om markeder for finansielle instrumenter
UCITS	Institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter).

1. INDLEDNING

1.1 Baggrund

Direktivet om forvaltere af alternative investeringsfonde[1] (FAIF-direktivet) blev vedtaget efter den globale finanskrise, som blotlagde visse svagheder ved de globale finansielle markeder og deres reguleringsmæssige ordninger[2]. Følgelig blev G20-lederne enige om behovet for bedre regulering af finansindustrien for at minimere risikoen for og omfanget af fremtidige finanskriser[3]. Dette omfattede også sektoren for forvaltning af alternative investeringer, hvilket krævede et mere koordineret tilsyn og større gennemsigtighed over for investorerne. For at støtte G20-målsætningerne har Den Internationale Børstilsynsorganisation (IOSCO) udstedt principper på højt plan for reguleringer af hedgefonde med henblik på at styre udarbejdelsen af internationale standarder på dette område[4].

Efter Det Europæiske Råds[5] godkendelse af disse internationale forpligtelser og i lyset af Europa-Parlamentets betænkning[6] fremsatte Europa-Kommissionen (i det følgende benævnt "Kommissionen") et forslag til en lovramme for forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF)[7]. FAIF-direktivet blev vedtaget den 8. juni 2011. Efter gennemførelsen af direktivet i de nationale retssystemer trådte FAIF-direktivet i kraft den 22. juli 2013[8].

FAIF-direktivet har til formål at opnå en sammenhængende tilsynsmæssig tilgang til risici i det finansielle system, at sikre en høj investorbeskyttelse og også lette markedsintegrationen af EU's alternative investeringsfonde[9]. FAIF'er skal træffe foranstaltninger til styring af risici og sikring af den nødvendige gennemsigtighed med hensyn til aktiviteter i deres forvaltede alternative investeringsfonde (AIF) og samtidig kunne forvalte og markedsføre AIF'er over for professionelle investorer i hele Unionen med én enkelt tilladelse[10].

1.2 Retsgrundlag

Denne rapport er udarbejdet i overensstemmelse med FAIF-direktivets artikel 69. Kommissionen skal gennemgå anvendelsen af og anvendelsesområdet for FAIF-direktivet med vægt på de erfaringer, der er gjort med direktivets anvendelse. Det er nødvendigt at vurdere direktivets konsekvenser for investorer, AIF'er og FAIF'er i Unionen og i tredjelande for at fastslå, i hvilken udstrækning FAIF-direktivets målsætninger er blevet opfyldt.

---

[1]Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU af 8. juni 2011 om forvaltere af alternative investeringsfonde og om ændring af direktiv 2003/41/EF og 2009/65/EF samt forordning (EF) nr. 1060/2009 og (EU) nr. 1095/2010 (EUT L 174 af 1.7.2011, s. 1.) (FAIF-direktivet).

[2]Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om forvaltere af alternative investeringsfonde af 30.4.2009 (COM (2009) 207 final).

[3]Erklæring fra topmødet om finansielle markeder og verdensøkonomien, Washington D.C. af 15. november 2008.

[4]Betragtning 89 i FAIF-direktivet, IOSCO Final Report Hedge Funds Oversight, juni 2009.

[5]Konklusionerne fra Det Europæiske Råds møde den 16. september 2010.

[6]Europa-Parlamentets betænkning med henstillinger til Kommissionen om hedgefonde og private equity (A6-0338/2008) ["Rasmussen-betænkningen"] og om gennemsigtighed hos institutionelle investorer (A6-0296-2008) ["Lehne-betænkningen"]. Rapporten af 25. februar 2009 fra Højniveauekspertgruppen vedrørende Finansielt Tilsyn i EU, s. 25.

[7] Jf. fodnote 2.

[8]Den sidste medlemsstat, der gennemførte FAIF-direktivet, afsluttede denne proces ved udgangen af 2015.

[9] Betragtning 2-4 og 94 i FAIF-direktivet.

[10] Artikel 32, stk. 1, i FAIF-direktivet.

Med denne rapport opfylder Kommissionen sit mandat med hensyn til at forelægge Europa-Parlamentet og Rådet en vurdering af FAIF-direktivets funktionsmåde. I rapporten gennemgås desuden metoderne til beregning af gearing som krævet i henhold til artikel 6 i Kommissionens delegerede forordning (EU) nr. 231/2013 (FAIF-forordningen), som supplerer FAIF-direktivet[11]. Arbejdsdokumentet fra Kommissionens tjenestegrene (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) indeholder yderligere oplysninger vedrørende konklusionerne. Der blev også offentliggjort en uafhængig rapport fra KPMG[12].

1.3 Metodik og høringsproces

Kommissionen pålagde en ekstern kontrahent – KPMG[13] – at gennemføre en generel spørgeundersøgelse og evidensbaseret undersøgelse for at vurdere virkningen af FAIF-direktivet[14].

Den empiriske undersøgelse omfattede 15 EU-medlemsstater[15]. Deri blev det vurderet, om de specifikke bestemmelser i FAIF-direktivet er virkningsfulde, effektive, sammenhængende og relevante, og om de støttede EU-foranstaltninger med henblik på at nå direktivets generelle, specifikke og operationelle mål[16].

I denne rapport suppleres KPMG's konklusioner med andre informationskilder, herunder relevante dataopdateringer og oplysninger, der er opnået gennem forskellige arbejdsforløb i Kommissionen[17], ESMA[18] og Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB)[19].

[11]Kommissionens delegerede forordning (EU) nr. 231/2013 af 19. december 2012 om udbygning af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU for så vidt angår undtagelser, generelle vilkår for drift, depositarer, gearing, gennemsigtighed og tilsyn (EUT L 83 af 22.3.2013, s. 1).

[12]Report on the Operation of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) - Direktiv 2011/61/EU, hentet fra: [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 hovedvirksomhed med KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Tyskland, og KPMG LLP, Det Forenede Kongerige, som underleverandører og støttet af det europæiske KPMG-netværk.

[14]Den generelle spørgeundersøgelse havde form af et onlinespørgeskema og fandt sted fra den 6. februar 2018 til den 29. marts 2018. I forbindelse med spørgeundersøgelsens gennemførelse tog KPMG udgangspunkt i en række aspekter som omhandlet i artikel 69, stk. 1, i FAIF-direktivet, hvortil interessenterne blev opfordret til komme med deres erfaringer.

[15]Belgien, Cypern, Danmark, Det Forenede Kongerige, Frankrig, Irland, Italien, Luxembourg, Malta, Nederlandene, Spanien, Tjekkiet, Tyskland, Ungarn og Østrig. Dette repræsenterer et godt udsnit af medlemsstaterne geografisk set og med hensyn til deres forskellige markedsstørrelse hvad angår AIF'er, FAIF'er eller investorer.

[16] Jf. fodnote 12.

[17]Svar på Kommissionens opfordring til at indsende dokumentation om EU's lovramme for finansielle tjenesteydelser, svar på Kommissionens høring om distribution på tværs af grænserne af midler (UCITS, AIF, ELTIF, EuVECA og EuSEF) i hele EU.

[18]ESMA's opinion to the European Parliament, Council and Commission and responses to the call for evidence on the functioning of the AIFMD EU passport and of the National Private Placement Regimes (ESMA's udtalelse til Europa-Parlamentet, Rådet og Kommissionen og reaktioner på opfordringen til indsendelse af dokumentation om, hvordan EU's pasordning i FAIF-direktivet og de nationale private investeringsordninger fungerer), af 30. juli 2015, ESMA/2015/1235, ESMA thematic study among National Competent Authorities on notification frameworks and home-host responsibilities under UCITS and AIFMD (ESMA's tematiske undersøgelse blandt nationale kompetente myndigheder om rammer for underretning og ansvar mellem hjemland

Kommissionens kontakter med interessenterne, herunder de nationale kompetente myndigheder, repræsentanter for erhvervslivet og investorbeskyttelsesforeninger, gennem offentlige høringer, bilaterale eller multilaterale møder, blev taget i betragtning. Akademiske og statistiske publikationer bidrog yderligere til udarbejdelsen af denne rapport. For eksempel var ESMA's årlige statistiske rapporter om EU-AIF'er særligt nyttige med hensyn til at beskrive EU's AIF-marked[20]. Individuelle eksempler på bestemte EU-reglers manglende effektivitet blev også taget i betragtning.

Den 27. september 2019 konsulterede Kommissionen ekspertgruppen under Det Europæiske Værdipapirudvalg (EGESC), der repræsenterer medlemsstaterne, for at få teknisk og politisk feedback om væsentlige spørgsmål vedrørende anvendelsen af og anvendelsesområdet for FAIF-direktivet. EGESC's medlemmer blev opfordret til at fremsætte skriftlige bemærkninger, og rapporten tager hensyn til de holdninger, som EGESC's medlemmer har givet udtryk for.

Den 22. oktober 2019 fremlagde Kommissionen de vigtigste elementer i denne rapport for ESMA's stående udvalg om porteføljeforvaltning (IMSC) og bad om input baseret på de nationale kompetente myndigheders erfaringer med tilsyn.

2. VURDERING AF ANVENDELSEN AF OG ANVENDELSESOMRÅDET FOR FAIF-DIREKTIVET

FAIF-direktivet er en vigtig søjle i kapitalmarkedsunionen, som gør det lettere at forbedre overvågningen af risici for det finansielle system og kapitaltilførslen til investeringer i alternative aktiver på tværs af grænserne. FAIF-direktivet spillede en vigtig rolle ved oprettelsen af et indre marked for AIF'er og styrkelsen af de lov- og tilsynsmæssige rammer for FAIF'er i Unionen. FAIF'er opererer nu med større gennemsigtighed for investorer og tilsynsmyndigheder.

2.1 Virkninger for AIF'er og FAIF'er

EU's AIF-marked har været i konstant vækst målt ud fra nettoaktiver i AIF'erne og aktiver under forvaltning og ud fra FAIF'ernes betydelige tværnationale aktivitet. Siden vedtagelsen af FAIF-direktivet i 2011 er de samlede nettoaktiver i AIF'erne mere end fordoblet fra 2,3 billioner EUR til 5,9 billioner EUR[21]. Distribution af AIF'er på tværs af grænserne næsten fordobledes mellem juni 2017 og oktober 2019 fra 3 % til 5,8 % af AIF'er[22]. På den baggrund

og værtsland i henhold til UCITS-direktivet og FAIF-direktivet), af 7. april 2017, ESMA34-43-340,. ESMA's opinion on asset segregation and custody services (ESMA's udtalelse om adskillelse af aktiver og depotvirksomhed), af 20. juli 2017, ESMA 34-45-27, ESMA Annual Statistical Report EU Alternative Investment Funds 2019, af 21.1.2019, ESMA 50-165-748. (ESMA's statistiske rapport for 2019) og ESMA Annual Statistical Report EU Alternative Investment Funds 2020, af 10.1.2020, ESMA50-165-1032 (ESMA's statistiske rapport for 2020).

[19] Recommendation of the European Systemic Risk Board of 7 December 2017 on liquidity and leverage risks in investment funds ESRB/2017/6, 2018/C 151/01. Brev af 3. februar 2020 til GD FISMA fra ESRB om betragtninger vedrørende FAIF-direktivet.

[20] ESMA Annual Statistical Report EU Alternative Investment Funds 2019, af 21.1.2019, ESMA 50-165-748, (ESMA's statistiske rapport for 2019) og ESMA Annual Statistical Report EU Alternative Investment Funds 2020, af 10.1.2020, ESMA50-165-1032 (ESMA's statistiske rapport for 2020).

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

[22] Morningstar juni 2017 og Morningstar oktober 2019.

bekræftes det, at FAIF-passet er en vigtig faktor. Et flertal af de FAIF'er, offentlige myndigheder og institutionelle investorer, der besvarede den generelle spørgeundersøgelse, rapporterede, at adgangen til de nationale markeder var steget som følge af FAIF-direktivet, selv om 34 % også rapporterede om en stigning i markedsføringstiden[23].

Denne rapport fastslår, at effektiviteten af EU's pasordning for FAIF'er er negativt påvirket af national overregulering, forskelle i de nationale markedsføringsbestemmelser[24], nationale tilsynsmyndigheders[25] forskellige fortolkninger af FAIF-direktivet og dets begrænsede anvendelsesområde. Mindre FAIF'er, der ikke kan opfylde alle krav i FAIF-direktivet, er nødt til at give afkald på kapitaltilførsel fra andre medlemsstater eller overvinde betydelige hindringer for markedsadgang. Pasordningen for FAIF'er giver desuden kun professionelle investorer mulighed for at foretage markedsføring, hvilket igen begrænser FAIF'ers aktiviteter på tværs af grænserne, da halvprofessionelle investorer og detailinvestorer kun kan kontaktes i henhold til forskellige (og ofte restriktive) nationale regler. Distributionen af AIF er omfattet af MiFID II[26]-bestemmelserne, som skelner mellem detailinvestorer og professionelle investorer, og enhver ændring af definitionerne af investortyper i FAIF-direktivet vil derfor være nødt til at tage hensyn til samspillet mellem FAIF-direktivet og de relevante bestemmelser i MiFID II.

AIF'er udbydes til detailinvestorer af banker og forsikringsselskaber. Disse finansielle formidlere fremmer aktivt hovedsageligt egne midler i stedet for også at tilbyde et bredere udvalg af AIF'er fra tredjeparter[27]. Situationen er imidlertid ved at ændre sig med en voksende markedsandel for onlineplatforme. Kommissionens arbejde i relation til kapitalmarkedsunionen fokuserer på at forbedre distributionen af investeringsprodukter i Unionen og revidere oplysningskravene. Resultatet af dette arbejde vil også vedrøre AIF'er og FAIF'er baseret i tredjelande, som på nuværende tidspunkt kun kan få adgang til investorer i de enkelte medlemsstater på grundlag af nationale love, der er fastlagt i de nationale private investeringsordninger (NPPR'er).

Den rolle, som NPPR'er indtager, anses af interessenterne for at være en vigtig faktor inden for markedsudvikling, i betragtning af at der ikke er indført pasordninger for FAIF'er for tredjelandsenheder. Som følge heraf har investorer i medlemsstater med sådanne ordninger kunnet få adgang til de globale markeder for finansielle tjenesteydelser og diversificere deres investeringer. NPPR'er er dog meget forskellige fra medlemsstat til medlemsstat, og – hvad der er endnu vigtigere – pålægger kun FAIF'er at gennemføre et meget begrænset antal af FAIF-direktivets krav. Dette skaber ulige konkurrencevilkår mellem EU-FAIF'er og ikke-EU-FAIF'er. Nogle medlemsstater har fuldstændig lukket for markedsadgang for tredjelandsenheder. Nogle medlemsstater har foreslået en yderligere harmonisering af NPPR'er, mens andre mener, at en indførsel af pasordningen for FAIF'er for tredjelandsenheder efterfulgt af en udfasning af NPPR'er ville være en bedre løsning på dette problem.

---

[23] Jf. fodnote 12, s. 101.

[24] Jf. fodnote 12, s. 74 og 114.

[25] Arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene – Impact Assessment on cross-border distribution of collective investment funds (SWD (2018) 54 final af 12.3.2018, [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-3132069_en#pe-2018-1277]).

[26] Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (EUT L 173 af 12.6.2014, s. 349).

[27] Study on the distribution systems of retail investment products across the European Union, april 2018, s. 17, hentet fra: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en.pdf].

Kommissionen har ikke vurderet, hvordan FAIF-direktivets pasordning for tredjelandsenheder har fungeret, da en sådan pasordning endnu ikke er blevet indført, og der ikke er nogen erfaring at trække på.

2.2 Virkninger for investorer

På grundlag af den detaljerede vurdering i arbejdsdokumentet er depositarordningen, bestemmelser om interessekonflikter, krav om oplysninger og gennemsigtighed med til at beskytte investorernes interesser, hvilket er med til at skabe tillid hos investorerne til de finansielle markeder. Markedstallene viser et øget salg af AIF'er med en stigende deltagelse af detailinvestorer i en række medlemsstater[28]. Aktiviteter på tværs af grænserne har potentiale til at vokse yderligere i betragtning af de nyligt vedtagne bestemmelser i forbindelse med kapitalmarkedsunionen[29].

En særlig ordning, der regulerer depositarers funktioner og ansvar, har vist sig at være en effektiv foranstaltning til forbedring af investorbeskyttelsen[30]. Den fungerer godt, selv om det kan være nødvendigt at foretage målrettede præciseringer for at tage højde for situationer, hvor FAIF'er anvender trepartssikkerhedsstillelse, eller når værdipapircentraler (CSD) fungerer som depotinstitutioner.

Hvad der er endnu vigtigere, er manglen på et pas for depositarer i strid med ånden i det indre marked. På grund af det begrænsede udvalg af tjenesteudbydere på mindre markeder er der også frygt for en koncentrationsrisiko i tilfælde, hvor en enkelt depositar kan besidde aktiverne i alle de AIF'er, der er etableret i en medlemsstat.

For så vidt angår bestemmelserne om værdiansættelse, som er nødvendige for at fastslå den enkelte investors andel i en given AIF og for at overvåge AIF'ens resultater, har FAIF-direktivet medført en vis disciplin og struktur i værdiansættelsesprocessen af aktiverne i AIF'en[31]. Der kan dog være problemer med værdiansættelsesbestemmelsernes binære natur, som giver interessenter den opfattelse, at en kombineret brug af interne og eksterne valuarer er udelukket, såvel som problemer med usikkerhed omkring eksterne valuarers ansvar, der er fastsat i national lovgivning. Der var dog ikke tilstrækkelige beviser, som kunne pege på, hvilke bestemmelser om offentliggørelse i FAIF-direktivet der burde ændres.

Selv om bestemmelserne om offentliggørelse i FAIF-direktivet medfører visse omkostninger for erhvervsgrenen, har de i vidt omfang nået målet om at sætte investorer i stand til at træffe informerede investeringsbeslutninger[32]. Krav om oplysning om interessekonflikter værdsættes særligt af investorer i alternative aktiver, da dette er et af denne gruppes største problemer[33]. Det fremgår af analysen, at FAIF-direktivet har øget gennemsigtigheden med hensyn til de

[28] Jf. fodnote 12, s. 257.
[29] Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2019/1160 af 20. juni 2019 om ændring af direktiv 2009/65/EF og 2011/61/EU for så vidt angår grænseoverskridende distribution af kollektive investeringsinstitutter (EUT L 188 af 12.7.2019, s. 106) og Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/1156 af 20. juni 2019 om lettere grænseoverskridende distribution af kollektive investeringsinstitutter og om ændring af forordning (EU) nr. 345/2013, (EU) nr. 346/2013 og (EU) nr. 1286/2014 (EUT L 188 af 12.7.2019, s. 55).
[30] Jf. fodnote 12, s. 94.
[31] Jf. fodnote 12, s. 183-184.
[32] Jf. fodnote 12, s. 77.
[33] Alts Transparency: Finding the Right Balance [https://www.northerntrust.com/documents/campaign-landing/cis/2017/alt-transparency.pdf].

tilbudte produkter og tjenesteydelser[34]. Det blev dog ikke identificeret, hvilke elementer i oplysningskravene der kunne være overflødige, i betragtning af at nogle professionelle investorer anmoder om oplysninger ud over dem, der er foreskrevet i FAIF-direktivet.

2.3 Virkninger for overvågning og vurdering af systemiske risici

For at kunne overvåge og afbøde de makroøkonomiske risici, der hidrører fra FAIF'ers aktiviteter, er det nødvendigt, at de relevante enheder identificeres for at sikre, at de opfylder de grundlæggende krav om på professionel og ansvarlig vis at forvalte deres kollektive investeringer til fordel for investorer. Der blev ikke fundet beviser, der kunne tyde på, at tærskelværdierne i FAIF-direktivet for aktiver under forvaltning (AuM), ud over hvilke FAIF'ernes aktiviteter kan udgøre en væsentlig systemisk risiko, burde tilpasses.

Interessenter anser de redskaber, der er tilgængelige for de nationale kompetente myndigheder under FAIF-direktivet med henblik på at opnå finansiel stabilitet, herunder muligheden for at fastsætte gearingsgrænser for en FAIF[35] eller suspendere indløsninger i offentlighedens interesse, for nyttige. Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici anbefaler en yderligere harmonisering af de pågældende foranstaltninger[36]. Det omfatter en anbefaling om at præcisere de nationale kompetente myndigheders respektive roller og deres samarbejde i de tilfælde, hvor suspension af indløsninger har konsekvenser på tværs af grænserne[37]. Når der træffes afgørelse, om det er nødvendigt at gribe ind på de finansielle markeder, bør de nationale kompetente myndigheder kunne vurdere udviklingstendenserne i AIF-sektoren og overvåge trusler mod den finansielle stabilitet i betragtning af de markeder, som AIF'erne handler på. Dette er årsagen til kravene om tilsynsrapportering i FAIF-direktivet[38].

Det bekræftes, at disse krav om tilsynsrapportering er nødvendige for tilsynsmyndighederne for at kunne overvåge risici for det finansielle system på tværs af sektorer og grænser. En nærmere analyse peger imidlertid på, at det er nødvendigt at overveje at ensrette dem, samtidig med at man er opmærksom på de tabte omkostninger, der allerede er opstået for de FAIF'er, der overholder bestemmelserne. Der er også overlapninger i forhold til anden EU-lovgivning, såsom rapportering til ECB til statistiske formål, som måske kunne tale for en tilpasning af den gældende formular til rapportering under FAIF-forordningen.

En observerbar tendens til at udvide långivningen uden for banksektoren giver anledning til betænkeligheder med hensyn til den finansielle stabilitet[39]. Nogle detaljerede oplysninger om visse aktivklasser, som f.eks. gearede lån og collateralised loan obligations (CLO'er), samt oplysninger om indirekte forbindelser mellem banker og ikke-banker mangler i øjeblikket, men er relevante for det makroprudentielle tilsyn. Flere interessenter har anmodet Kommissionen om at tage sagen op til fornyet overvejelse med henblik på at fastsætte fælles standarder for AIF'er, der udsteder lån[40].

[34] Jf. fodnote 12, s. 210.
[35] Artikel 25 i FAIF-direktivet.
[36] Jf. fodnote 19.
[37] Jf. artikel 46 i FAIF-direktivet.
[38] Bilag IV i FAIF-forordningen.
[39] Den rolle, som finansieringsinstitutter, der ikke er banker, indtager på markederne for gearede lån og CLO'er, er blevet styrket. Jf. FSB, Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations (CLOs), PLEN/2019/91-REV, af 22. november 2019.
[40] Mødet i ekspertgruppen under Det Europæiske Værdipapirudvalg (EGESC) den 27. september 2019.

For så vidt angår metoder til beregning af gearing, anser mange interessenter i princippet de brutto- og forpligtelsesmetoder, der i øjeblikket er fastsat i FAIF-direktivet[41], for at være hensigtsmæssige. Ikke desto mindre kan det blive nødvendigt med visse tilpasninger som følge af konklusionerne fra Rådet for Finansiel Stabilitets (FSB) og IOSCO's arbejde[42] på dette område, som har fokus på indberetning af data, samt henstillinger fra ESRB om bedre foranstaltninger til vurdering af makroprudentielle risici[43].

Overvågning af systemisk risiko og tilsyn med AIF-sektoren kræver et effektivt tilsynssamarbejde. I FAIF-direktivet er der fastsat bestemmelser om de nationale kompetente myndigheders kompetencer, og deres samspil med ESMA indtager en vigtig rolle. Selv om FAIF-direktivet giver de nationale kompetente myndigheder de nødvendige rammer til at samarbejde, er effektiviteten af bestemmelserne endnu ikke blevet afprøvet.

ESMA indtager på den anden side en central rolle med hensyn til at skabe større konvergens mellem standarderne i FAIF-direktivet på det indre marked ved at koordinere de nationale kompetente myndigheders synspunkter. Der kan opnås en yderligere styrkelse af konvergensen i gennemførelsen og anvendelsen af FAIF-direktivet gennem en harmonisering af formularer og processer og en central forvaltning af databaser fra ESMA's side. Som forklaret i den detaljerede vurdering i arbejdsdokumentet har udstedelse af retningslinjer vist sig også at være et nyttigt redskab til at opnå en ensartet gennemførelse og anvendelse af FAIF-direktivet i hele Unionen. F.eks. ESMA's retningslinjer om bestemmelserne i FAIF-direktivet om aflønning af FAIF'er[44].

Bestemmelserne om aflønning blev indført i FAIF-direktivet for at fremme en effektiv og forsvarlig risikostyring ved at tilpasse lønincitamenter til bæredygtige resultater[45]. Et indberettet skift fra variabel til fast aflønning[46] lader til at have medført en større risikoaversion i sektoren for kollektiv alternativ investeringsforvaltning og øget den generelle bevidsthed om, hvad der er et godt aflønningssystem[47]. På trods af denne tendens har nogle interessenter opfordret til en tilpasning af bestemmelserne om aflønning i FAIF-direktivet for at bringe dem i overensstemmelse med tilsvarende ordninger i anden sektorspecifik lovgivning, som f.eks. det nyligt ændrede kapitalkravsdirektiv (CRD)[48]. Sidstnævnte opretter mindstegrænser for institutioner og aflønningsbeløb, der kan være fritaget for udskydelse af den variable betaling.

2.4 Virkninger af bestemmelserne om investering i private virksomheder og i/eller til fordel for udviklingslande

[41] Jf. fodnote 12, s. 171-172. Kapitel II, afdeling 2, i FAIF-forordningen.
[42] FSB Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities, 12. januar 2017, IOSCO Final Report on Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes, februar 2018, IOSCO Final Report on Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes, februar 2018.
[43] Jf. fodnote 19.
[44] ESMA Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD, af 3.7.2013, ESMA/2013/232.
[45] Der er et vist belæg for, at de er effektive, når det handler om at påvirke målgruppen i retning af en risikobevidst adfærd.
[46] Jf. fodnote 12, s. 188-189.
[47] Jf. fodnote 12, s. 192.
[48] Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2019/878 af 20. maj 2019 om ændring af direktiv 2013/36/EU, for så vidt angår fritagne enheder, finansielle holdingselskaber, blandede finansielle holdingselskaber, aflønning, tilsynsforanstaltninger og -beføjelser og kapitalbevaringsforanstaltninger (EUT L 150 af 7.6.2019, s. 253).

Bestemmelserne i FAIF-direktivet om tilsynsrapportering, depositarer, risikostyring og aflønning tager ikke udtrykkeligt hensyn til alle de særlige forhold, der gør sig gældende for forvaltningen af private equity-investeringer. Gennemsigtighedskrav for private equity-fonde, der erhverver kontrollerende kapitalinteresser i private virksomheder, og bestemmelserne til forhindring af selskabstømning er ikke åbenlyst byrdefulde, men det var ikke var muligt at fastslå deres merværdi på grund af manglen på tilgængelige data.

Forvaltere af private equity-fonde, som på grund af størrelsen af deres forvaltede porteføljer ikke overholder de reguleringsmæssige parametre i FAIF-direktivet eller i EuVECA-forordningen[49], støder på betydelige hindringer for markedsføringen af deres fonde i andre medlemsstater[50]. FAIF-direktivet vil derfor ifølge nogle meninger kunne ændres for bedre at tage hensyn til sektoren for private equity ved at fjerne unødvendige byrder og finde mere effektive måder, hvorpå man kan beskytte ikke-børsnoterede virksomheder eller udstedere.

Der er ikke tilstrækkelige beviser til at kunne fastslå, hvilke virkninger FAIF-direktivet har på investering i udviklingslandene eller til fordel for disse. Tilsyneladende pålægger FAIF-direktivet dog ikke reguleringsmæssige restriktioner, der kunne hindre sådanne investeringer.

Det kræves i FAIF-direktivet, at Kommissionen efter forelæggelsen af denne rapport for Europa-Parlamentet og Rådet fremsætter forslag, hvis det anses for hensigtsmæssigt, herunder også om ændringer af FAIF-direktivet. Kommissionen vurderer stadig, om der er behov for yderligere forslag på dette område.

Det er også vigtigt at bemærke andre lovgivningsmæssige skridt, som EU for nylig har taget inden for sektoren for kapitalforvaltning. Pakken om distribution af investeringsfonde på tværs af grænserne blev bl.a. vedtaget for at øge gennemsigtigheden i relation til de lovbestemte gebyrer, som de nationale kompetente myndigheder opkræver for at behandle AIF-underretninger, og de nationale bestemmelser om markedsføring[51]. Kravene om adskillelse af aktiver, hvor depotvirksomhed er uddelegeret til en tredjepart, blev rationaliseret ved de seneste ændringer af Kommissionens delegerede forordning (EU) nr. 231/2013[52]. Ændringer af kapitalkravsdirektivet betyder, at FAIF'er, der tilhører samme koncern eller konglomerat, skal anvende bestemmelserne i FAIF-direktivet om aflønning og således undgå at blive underlagt flere regelsæt, der regulerer forskellige finansielle formidlere[53]. EU's forordning om bæredygtighedsrelaterede oplysninger i sektoren for finansielle tjenesteydelser vil sikre sammenhæng på tværs af EU's forskellige lovrammer[54]. Den nyligt ændrede forordning om europæiske venturekapitalfonde (EuVECA) åbnede op for brugen af betegnelserne "EuVECA" for forvaltere af kollektive investeringsvirksomheder, der er godkendt i henhold til FAIF-direktivet, og udvidede investeringsparametrene[55].

[49]Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 345/2013 af 17. april 2013 om europæiske venturekapitalfonde.
[50]Bilaterale møder med interessenter.
[51] Jf. fodnote 29.
[52]Kommissionens delegerede forordning (EU) 2018/1618 af 12. juli 2018 om ændring af delegeret forordning (EU) nr. 231/2013 for så vidt angår depositarers opbevaringsopgaver (EUT L 271 af 30.10.2018, s. 1).
[53] Jf. fodnote 48.
[54] Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/2088 af 27. november 2019 om bæredygtighedsrelaterede oplysninger i sektoren for finansielle tjenesteydelser (EUT L 317 af 9.12.2019, s. 1).
[55] Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1991 af 25. oktober 2017 om ændring af forordning (EU) nr. 345/2013 om europæiske venturekapitalfonde og forordning (EU) nr. 346/2013 om europæiske sociale iværksætterfonde (EUT L 293 af 10.11.2017, s. 1).

Andre spørgsmål, der er rejst i denne rapport, kan imidlertid kræve yderligere tiltag på EU-plan for at uddybe EU's marked for AIF'er og reagere på teknologiske udviklinger og sikre, at FAIF-direktivet er egnet til formålet.