RÅDET FOR DEN EUROPÆISKE UNION

Bruxelles, den 5. maj 2009 (06.05) (OR. en)

9494/09 ADD 2

Interinstitutionel sag: 2009/0064 (COD)

EF 67
ECOFIN 341
CODEC 682

FØLGESKRIVELSE

fra:	Jordi AYET PUIGARNAU, direktør, på vegne af generalsekretæren for Europa-Kommissionen
modtaget den:	4. maj 2009
til:	Javier SOLANA, generalsekretær/højtstående repræsentant
Vedr.:	Arbejdsdokument fra Kommissionens Tjenestegrene Ledsagedokument til forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om forvaltere af alternative investeringsfonde og om ændring af direktiv 2004/39/EF og 2004/…/EF – Resumé af konsekvensanalysen

Hermed følger til delegationerne Kommissionens dokument - SEK(2009) 577 endelig.

Bilag: SEK(2009) 577 endelig

KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER

Bruxelles, den 30.4.2009
SEK(2009) 577 endelig

ARBEJDSDOKUMENT FRA KOMMISSIONENS TJENESTEGRENE

Ledsagedokument til

forslag til

EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV

om forvaltere af alternative investeringsfonde og om ændring af direktiv 2004/39/EF og 2004/…/EF

RESUMÉ AF KONSEKVENSANALYSEN

{KOM(2009) 207}
{SEK(2009) 576}

RESUMÉ AF KONSEKVENSANALYSEN

Finanskrisen har afsløret en række svagheder ved det finansielle system. Disse svagheder gør det nødvendigt at foretage en omfattende gennemgang af regelsættet til regulering af og tilsyn med samtlige aktører af betydning på de europæiske finansielle markeder. Som beskrevet i Kommissionens meddelelse til Det Europæiske Råds forårsmøde og i overensstemmelse med konklusionerne fra G20-topmødet ønsker Kommissionen at sikre, at alle relevante aktører er omfattet af passende regulering og tilsyn. Dette kræver, at hullerne på de områder, hvor EU-bestemmelserne og de nationale bestemmelser er ufuldstændige, udfyldes.

Et af disse områder er aktiviteter henhørende under forvaltere af alternative investeringsfonde (AIF), der defineres som alle fonde, der ikke er reguleret i henhold til UCITS-direktivet[1]. AIF-sektoren er stor - den forvaltede ved udgangen af 2008 aktiver for omkring 2 billioner EUR - og forskelligartet. Forvaltere af AIF (FAIF) anvender en bred vifte af investeringsstrategier og –teknikker og investerer i en hel række forskellige finansielle og fysiske aktiver. Til kategorien hører bl.a. hedgefonde, private equity-fonde, råvarefonde og fonde, der investerer i fast ejendom og infrastruktur. I betragtning af de risici, som disse investeringer indebærer, er investering i AIF fortrinsvis forbeholdt professionelle investorer.

FAIF's aktiviteter indebærer en række risici for deres investorer og modparter og for de finansielle markeders effektivitet og stabilitet (jf. tabel 1). Disse risici og det omfang, hvori de gør sig gældende, varierer alt efter forretningsmodel. F.eks. gør makroprudentielle risici i forbindelse med gearing sig hovedsagelig gældende i forbindelse med hedgefonde og råvarefonde; risici i forbindelse med styring af porteføljeselskaber gør sig derimod hyppigst gældende i forbindelse med private equity. En række andre risici er imidlertid fælles for alle typer FAIF.

[1] Direktiv 85/611/EØF om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter).

Tabel 1: Oversigt over de vigtigste risikoområder

Makroprudentielle (systemiske) risici, særlig i tilknytning til anvendelsen af gearing	• Systemisk vigtige bankers direkte eksponering over for FAIF-sektoren (i bankernes egenskab af leverandører af gearing) • Konjunkturforstærkende konsekvenser af flokmentalitet, risikokoncentration inden for bestemte markedssegmenter samt ("tvungen") nedbringelse af gearing, som sendes videre til modparterne gennem aktivpriser og markedslikviditet
Mikroprudentielle risici	• Mulige svagheder i interne riskostyringssystemer med hensyn til likviditetsrisici, markedsrisici, modpartsrisici (kredit- og afregningsrisici, særlig i tilfælde af short selling) og operationelle risici
Investorbeskyttelse	• Utilstrækkelige oplysninger til investorer om investeringspolitik, risikostyring, interne procedurer osv. som hindring for effektiv udøvelse af rettidig omhu • Interessekonflikter og mangelfuld fondsstyring, navnlig med hensyn til lønninger, værdiansættelse og administration
Markedets effektivitet og integritet	• Konsekvenser af dynamisk handel og teknikker anvendt ved short selling for markedets funktion • Potentielt markedsmisbrug i forbindelse med visse teknikker, f.eks. short selling
Konsekvenser for markedet for selskabskontrol	• Manglende gennemsigtighed ved opbygning af indflydelse i børsnoterede selskaber (f.eks. ved brug af aktielån, differencekontrakter) eller samordnet indsats ved "aktiviststrategier"
FAIF's erhvervelse af selskabskontrol	• Risiko for misforhold mellem incitamenter ved forvaltning af porteføljeselskaber, særlig i tilknytning til anvendelse af lånefinansiering • Manglende gennemsigtighed og offentlig indsigt i selskaber, som er genstand for buy-outs

Finanskrisen har kastet yderligere lys over den rolle, som FAIF spiller på de finansielle markeder. Selv om FAIF ikke var årsag til krisen, har forskellige begivenheder i den senere tid udsat sektoren for et stort pres. Mange FAIF har oplevet likviditetsproblemer i kampen for at klare misforholdet mellem den likviditet, som de har lovet investorerne, og deres illikvide investeringer. I nogle tilfælde har en større del af markedet mærket de uheldige konsekvenser. F.eks. har hedgefondes pludselige afvikling af omfattende gearede positioner som reaktion på strammere kreditvilkår og investorers anmodninger om indløsning haft konjunkturforstærkende konsekvenser for markeder i tilbagegang og kan have hæmmet likviditeten på markedet.

Problemstillingen

Hovedanliggendet i denne konsekvensanalyse er, hvorvidt de regulerings- og tilsynsmæssige rammer for FAIF-sektoren i EU udgør et solidt grundlag for overvågning af og kontrol med disse risici. Særlig undersøges det, om der på baggrund af FAIF-investorernes og -modparternes internationale natur og deres aktive rolle på de finansielle markeder i hele Europa i tilstrækkelig grad er taget hensyn til den grænseoverskridende dimension.

På trods af denne indbyrdes forbundethed er de reguleringsmæssige rammer for FAIF langt fra ensartede. FAIF er ganske vist omfattet af forskellige tværgående bestemmelser i EU-lovgivningen, men der er ingen EU-bestemmelser, der er direkte møntet på FAIF. Det betyder ikke, at FAIF ikke er reguleret. Mange af dem er underlagt regulering og overvågning i de medlemsstater, hvor de er etableret. De nationale ordningers omfang og indhold varierer imidlertid betydeligt, f.eks. med hensyn til kravene til registrering af og meddelelse af tilladelse til FAIF, lovpligtig rapportering og standarder for investorinformation og risikostyring.

I konsekvensanalysen behandles to indbyrdes forbundne problemer i tilknytning til disse uensartede regler.

- For det første kan uensartede regler **hæmme en effektiv regulering og overvågning af og et effektivt makroprudentielt tilsyn med FAIF**, idet der ikke tages hensyn til den grænseoverskridende dimension af deres aktiviteter. Dette kan medføre ufuldstændig og inkonsekvent overvågning og kontrol af de makroprudentielle, mikroprudentielle og markedseffektivitetsmæssige risici og svagheder i rammerne til sikring af investorbeskyttelsen.

- For det andet kan det også **vanskeliggøre markedsintegrationen og det indre markeds udvikling** ved at skabe hindringer for en effektiv distribution af FAIF-produkter på tværs af grænserne. Dette kan forhindre FAIF i at udnytte de tilgængelige stordriftsfordele og investorerne i at sprede deres porteføljer optimalt.

Det konkluderes i konsekvensanalysen, at de gældende reguleringsmæssige rammer ud fra et EU-perspektiv ikke udgør et omfattende eller effektivt grundlag for overvågning af reaktion på de risici, som FAIF udgør for deres modparter og det finansielle system. Den europæiske dimension af de offentlige interesser, der skal beskyttes ved regulering og overvågning, tilgodeses ikke i tilstrækkelig grad.

Navnlig er mangelen på en konsekvent tilgang til indsamling af relevante makroprudentielle oplysninger fra FAIF (f.eks. om gearing og risikokoncentration) og på en effektiv ordning for de makroprudentielle myndigheders udveksling af denne information på europæisk og globalt plan en væsentlig hindring for et effektivt makroprudentielt tilsyn. Desuden er mangelen på konsekvente standarder for overvågning og lovgivningsmæssig beskyttelse en kilde til usikkerhed for investorerne og modparterne.

Målsætninger:

Hvis disse problemer skal løses, skal det overordnede mål ifølge konsekvensanalysen være at skabe et omfattende og effektivt regelsæt til regulering af og tilsyn med FAIF i EU.

Det bemærkes i konsekvensanalysen, at nogle af de beskrevne risici ikke er enestående for FAIF-sektoren og derfor bedre kan imødegås ved tværgående initiativer. Blandt disse indgår foranstaltninger vedrørende problemer i tilknytning til short selling og gennemsigtigheden af en række teknikker til erhvervelse af stemmerettigheder i noterede selskaber. Det nævnes også i konsekvensanalysen, at andre elementer i den brede reformdagsorden, der er omtalt i Kommissionens meddelelse til Det Europæiske Råds forårsmøde, vil få konsekvenser for FAIF-sektoren.

Mange andre risici vedrører imidlertid direkte FAIF's aktiviteter og kræver derfor en målrettet indsats. Målsætningen for denne indsats vil være at:

- Sikre, at alle FAIF er underlagt hensigtsmæssige krav til meddelelse af tilladelse og registrering.
- Skabe rammer for behørig overvågning af makroprudentielle risici.
- Sikre, at mikroprudentielle risici overvåges og begrænses behørigt.
- Sørge for fælles tilgang til beskyttelse af professionelle investorer i AIF.

- Skærpe ansvarskravene over for offentligheden for FAIF, der har kontrollerende indflydelse i selskaber.
- Udvikle det indre marked inden for AIF.
- Sikre, at aktionerne står i et rimeligt forhold til risiciene og er afpasset efter forskellene i FAIF's forretningsmodeller.

Hvilken form for indsats er nødvendig for at nå disse mål?

Ved vurderingen af, hvordan der bør sættes ind over for de problemer, der er peget på, tages der i konsekvensanalysen en række spørgsmål op vedrørende målet og omfanget af indsatsen, ligesom det drøftes, på hvilket niveau der skal sættes ind.

Hvilke dele af værdikæden bør indsatsen målrettes imod?

Ifølge konsekvensanalysen kan målene bedst nås, hvis strategien målrettes mod det niveau, hvor FAIF befinder sig. AIF er blot en retlig struktur for samling af aktiver i en pulje og har ikke noget selvstændigt økonomisk liv, mens FAIF er ansvarlige for alle vigtige beslutninger i relation til forvaltningen af fonden. Det drejer sig bl.a. om beslutninger om investering; anvendelsen af gearing; styringsstrukturen og de interne systemer for risikostyring og forebyggelse af interessekonflikter; forvaltning af forbindelserne med investorer, modparter og myndigheder, herunder afgivelse af information; tilrettelæggelse af administrative funktioner (herunder værdiansættelse), opbevaring af aktiver og revision, også selv om disse funktioner uddelegeres til tredjeparter. Risiciene ligger derfor næsten udelukkende på FAIF-niveau.

Det bemærkes imidlertid i konsekvensanalysen, at en strategi målrettet mod FAIF må suppleres af passende kontrol med tredjepartsleverandører af tjenester (f.eks. evaluatorer og depositarer). Desuden er det vigtigt, at långiverne har en håndfast modpartsrisikostyring, hvis de risici, som FAIF udgør for banksektoren, skal mindskes.

På hvilket plan bør der sættes ind: bør indsatsen rettes mod bestemte FAIF-forretningsmodeller, eller er en mere horisontal strategi at foretrække?

I konsekvensanalysen behandles derefter spørgsmålet om, hvorvidt der skal tages sigte på bestemte forretningsmodeller, eller om der skal anlægges en horisontal strategi over for FAIF-sektoren. Det konkluderes, at en horisontal tilgang må foretrækkes, forudsat at den står i rimeligt forhold til og tager hensyn til forskellene mellem forretningsmodellerne. Det vil ifølge konsekvensanalysen være vanskeligt at definere de enkelte forretningsmodeller præcist og retligt holdbart, og sådanne definitioner vil skabe muligheder for at omgå reglerne. Dertil kommer, at mange af de risici, som disse aktioner vedrører, ikke er begrænset til bestemte forretningsmodeller, men i større eller mindre omfang gør sig gældende for hele FAIF-universet. En bredere dækning ville således indebære, at risiciene blev kontrolleret på en mere omfattende måde.

At en "altomfattende" model foretrækkes, betyder ikke, at det er hensigtsmæssigt med en universalløsning. Ved en hensigtsmæssig løsning må der tages hensyn til forskelle i forretningsmodeller, og de pågældende bestemmelser skal være målrettet mod de risici, som de enkelte aktiviteter indebærer.

Hvor stor en del af AIF-værdikæden skal befinde sig i EU, for at indsatsen er effektiv?

For at reguleringen af og tilsynet med FAIF-aktiviteter i EU kan foregå effektivt, må FAIF befinde sig i EU. Det anerkendes dog i konsekvensanalysen, at vigtige dele af AIF-værdikæden ofte er beliggende uden for EU, særlig AIF selv og vigtige tredjepartsleverandører af tjenester.

Der peges på, at eftersom risiciene ligger næsten udelukkende på FAIF-niveau, er AIF's hjemsted ikke til hinder for, at målene kan nås. Visse tredjepartstjenester, f.eks. værdiansættelse og opbevaring af aktiver, der er af kritisk betydning for beskyttelsen af investorerne, finder dog ofte sted uden for EU for nogle typer FAIF. I disse tilfælde vil en effektiv imødegåelse af risiciene kræve, at der indføres virksom kontrol med disse aktiviteter.

På hvilket plan bør der sættes ind?

I konsekvensanalysen vurderes fem løsningsmuligheder: status quo, selvregulering og lovgivningsmæssige initiativer på medlemsstatsplan, europæisk plan eller internationalt plan. Det konkluderes, at en effektiv overvågning og mindskelse af FAIF-relaterede risici kræver retligt bindende foranstaltninger, der kan håndhæves, således at der sikres høje standarder for regulering og tilsyn i hele EU. Standarder udviklet af branchen selv kan spille en rolle som middel til at supplere disse bestemmelser og ved at fungere som supplerende vejledning for branchen.

Medlemsstaterne kunne i princippet opgradere deres egne regulerings- og tilsynsmæssige rammer og forsøge at forbedre samarbejdet mellem de forskellige landes retssystemer. Ved en ukoordineret indsats kan man imidlertid risikere, at der ikke tages hensyn til risicienes grænseoverskridende karakter, og det kan være svært at opnå bindende aftaler om samarbejde og informationsdeling. Desuden vil det ikke kunne garanteres, at der opnås de friheder, som et indre marked indebærer.

Et lovgivningsinitiativ på EU-plan anses derfor at have klare fordele, både hvad angår risikoovervågning og kontrol på tværeuropæisk plan og hvad angår skabelsen af sikre rammer for tværeuropæisk spredning af AIF. På baggrund af den potentielt afsmittende virkning, som internationale risici kan have, bør indsatsen i EU ideelt set koordineres med den internationale indsats på dette område. Udviklingen af faste rammer i Europa kan være et nyttigt udgangspunkt for drøftelser og videndeling på globalt plan.

Subsidiaritet

Det fremgår af konsekvensanalysen, at en indsats på EU-plan på dette område ville være i overensstemmelse med subsidiaritetsprincippet på grund af den iboende tværnationale karakter af risiciene og behovet for en høj grad af indbyrdes sammenhæng mellem de krav, der stilles til FAIF, og mellem de oplysninger, der indsamles fra dem. Traktatens artikel 47, stk. 2, vil være retsgrundlaget for en sådan indsats.

Med hensyn til retsakttype vil et direktiv give en passende balance mellem den ønskede harmonisering af vigtige risikokontrolforanstaltninger og medlemsstaternes muligheder for fleksibelt at kunne inkorporere disse bestemmelser i national ret. En europæisk ordning ville også give medlemsstaterne tilstrækkelig fleksibilitet til at gennemføre yderligere krav til FAIF, der udelukkende opererer på nationalt plan; der vil også kunne indføres en ordning for udbredelse af visse typer AIF til detailinvestorer.

Indholdet af et potentielt forslag og konsekvenserne heraf

I konsekvensanalysens sidste del behandles spørgsmålet om, hvordan en indsats på området kan struktureres, så den kommer til at stå i et rimeligt forhold til de konstaterede risici, og så man undgår at skabe unødige administrative byrder.

Generelle bestemmelser

I konsekvensanalysen beskrives et sæt generelle bestemmelser, der bør finde anvendelse på alle FAIF. Det gælder bl.a. betingelser for meddelelse af tilladelse, der skal give den kompetente myndighed tilstrækkelig sikkerhed for, at FAIF er egnet og hæderlig, har et tilstrækkeligt kapitalgrundlag og har fyldestgørende ordninger til bl.a. risikostyring, værdiansættelse, opbevaring af aktiver, revision og håndtering af interessekonflikter. Der bør også være bestemmelser til sikring af, at FAIF rettidigt stiller passende information til rådighed for investorerne om investeringspolitik, gebyrer og interne ordninger og for myndighederne om arten af den AIF, der forvaltes, og om større positioner og risikokoncentrationer. På grundlag af disse krav ville FAIF kunne få ret til at yde deres tjenester i alle medlemsstater (efter anmeldelse) og til at markedsføre den AIF, de forvalter, til professionelle investorer i hele EU.

For at være i overensstemmelse med proportionalitetsprincippet bør disse krav kun gælde FAIF, der forvalter aktiver på 250 mio. EUR eller derover. For mindre FAIF's vedkommende vil den yderligere administrative byrde og byrden for tilsynsmyndighederne veje tungere end de små fordele ved at kunne begrænse de risici, der er forbundet med deres aktiviteter.

Aktivitetsbaserede bestemmelser

Ud over de generelle bestemmelser vil en række bestemmelser kun finde anvendelse, hvis FAIF udøver bestemte aktiviteter. Disse bestemmelser vil tage hensyn til forskelle i FAIF's forretningsmodeller og være afstemt efter de pågældende risici, nærmere bestemt:

- **FAIF, der anvender gearing systematisk** og i et bestemt omfang, ville skulle give investorerne supplerende information og skulle indberette anvendelsen af gearing til de kompetente myndigheder.

- For **FAIF, der erhverver indflydelse i selskaber**, vil der gælde yderligere informationskrav, når en AIF opnår kontrollerende indflydelse i et selskab (med undtagelse af SMV'er), og hvis en FAIF afnoterer et selskab, vil de rapporteringsforpligtelser, der gælder for noterede selskaber, fortsat finde anvendelse midlertidigt.

Administrative byrder

De krav, som den foreslåede foranstaltning medfører, vil skabe en vis administrativ byrde for FAIF. Ekstraomkostningerne vil hovedsagelig afhænge af, hvilke nationale krav der allerede findes i hjemlandet. Disse ekstraomkostninger for FAIF (og tilsynsmyndighederne) vil kunne retfærdiggøres ved det forbedrede tilsyn og fordelene for FAIF i form af muligheden for grænseoverskridende levering af FAIF-tjenester og markedsføring af AIF til professionelle investorer efter en simpel anmeldelsesprocedure.

På grund af usikkerhed omkring omkostningerne er det ikke muligt at vurdere eller sætte præcise tal på forslagets konsekvenser for konkurrenceevnen hos FAIF med hjemsted i EU.