

**SV**

**SV**

**SV**



EUROPEISKA GEMENSKAPERNAS KOMMISSION

Bryssel den 30.4.2009  
SEK(2009) 577

**ARBETSDOKUMENT FRÅN KOMMISSIONENS AVDELNINGAR**

*som åtföljer*

Förslaget till

**EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV**

**om förvaltare av alternativa investeringsfonder och om ändring av direktiven  
2004/39/EG och 2009/.../EG**

**SAMMANFATTNING AV KONSEKVENSANALYSEN**

{SEK(2009) 207  
{SEK(2009) 576

## SAMMANFATTNING AV KONSEKVENSANALYSEN

Finanskrisen har visat att finanssystemet är sårbart på många sätt. Det kräver en övergripande översyn av regelverken och tillsynsramarna för alla aktörer på de europeiska finansmarknaderna. I kommissionens meddelande inför Europeiska rådets möte under våren sägs att kommissionen är skyldig att se till att ”alla relevanta aktörer ... ska omfattas av lämplig reglering och tillsyn”, vilket överensstämmer med slutsatserna från G20-mötet. Detta innebär att man måste fylla luckor på de områden där gemenskapslagstiftningen och nationella bestämmelser är bristfälliga.

Den verksamhet som bedrivs av förvaltare av alternativa investeringsfonder (AIF) utgör ett sådant område, varmed menas alla fonder som inte är harmoniserade i enlighet med direktivet om fondföretag<sup>1</sup>. AIF-sektorn är stor och diversifierad. Den omfattade cirka 2 biljoner euro i tillgångar i slutet av 2008. AIF-förvaltare tillämpar ett stort antal investeringsstrategier och investeringstekniker och investerar i en bred uppsättning av finansiella och fysiska tillgångar. Hedgefonder, private-equityfonder, råvarufonder, fastighetsfonder och infrastrukturfonder ingår bland annat i denna kategori. Med hänsyn till de risker som dessa investeringar medför är investeringar i AIF huvudsakligen förbehållna professionella placerare.

AIF-förvaltares verksamhet innebär en rad risker för deras placerare och motparter samt för effektiviteten och stabiliteten på finansmarknaderna (se tabell 1). Riskernas art och deras intensitet skiftar mellan olika affärsmodeller. De makroprudentiella risker som är förknippade med utnyttjandet av hävstångseffekter hänför sig framför allt till de verksamhetsområden som avser hedgefonder och råvarufonder. Risker som hänför sig till förvaltning av portföljföretag är snarare förknippade med private equity. Andra slags risker är dock gemensamma för alla typer av AIF-förvaltare.

---

<sup>1</sup> Direktiv 85/611/EEG om företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) .

**Tabell 1: Översikt över de centrala riskområdena**

<b>Makroprudentiella (system-) risker, framför allt i samband hävstångseffekter</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Direktexponering av systemrelevanta banker (som tillhandahåller hävstångseffekter) till sektorn för AIF-förvaltare</li><li>• Konjunkturförstärkande effekt på flockbeteende, riskkoncentrationer inom vissa marknadssegment och (tvångs-) neddragning av belåningsgraden som överförs till motparterna genom tillgångspriser och likviditet på marknaden</li></ul>
<b>Mikroprudentiella risker</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Eventuella svagheter i interna riskhanteringssystem när det gäller likviditetsrisker, marknadsrisker, motpartsrisker (kreditrisker och avvecklingsrisker, särskilt i samband med blankning) och operativa risker</li></ul>
<b>Skyddet av investerarna</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Luckor i informationen till placerare om investeringspolicy, riskhantering, internförfaranden osv. som utgör hinder för effektiv tillbörlig granskning (due diligence)</li><li>• Intressekonflikter och bristfällig fondförvaltning, framför allt i samband med ersättning, värdering och förvaltning</li></ul>
<b>Marknadernas effektivitet och integritet</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Effekter av dynamisk handel och blankningstekniker på det sätt på vilket marknaden fungerar</li><li>• Risk för marknadsmissbruk i samband med vissa tekniker, till exempel blankning</li></ul>
<b>Återverkningar på marknaden för företagskontroll</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Bristande insyn vid uppbyggnad av deltagande i börsnoterade företag (t.ex. genom upplåning av aktier, CDF-kontrakt) eller gemensamma åtgärder i "aktiva" förvävsstrategier</li></ul>
<b>Företagskontroll genom AIF-förvaltare</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Risk för felaktiga incitament vid förvaltning av portföljföretag, framför allt i samband med skuldfinansiering</li><li>• Bristande insyn och bristande offentlig granskning vid företagsförvärv</li></ul>

Finanskrisen har även bringat viss klarhet i den roll som AIF-förvaltare spelar på finansmarknaderna. Den senaste tidens händelser har utsatt denna sektor för ett mycket starkt tryck även om AIF-förvaltarna inte var upphovet till krisen. Många AIF-förvaltare har drabbats av likviditetsproblem eftersom de kämpar med att hantera obalansen mellan den likviditet som investerarna utlovats och den bristande likviditeten i deras egna investeringar. I vissa fall har de negativa konsekvenserna även varit kännbara för den övriga marknaden. Den plötsliga upplösningen av hedgefonders stora belåningspositioner på grund av de skärpta kreditvillkoren och investerarnas inlösningskrav har ytterligare inverkat negativt på de fallande marknaderna och minskat likviditetstillgången på marknaden.

### **Problemformulering**

Huvudsyftet med denna konsekvensanalys är att klarlägga huruvida nuvarande regelverk och tillsynsramar för AIF-förvaltarsektorn inom EU utgör en sund bas för att övervaka och kontrollera dessa risker. Framför allt behandlar rapporten frågan om huruvida de gränsöverskridande aspekterna beaktas på ett lämpligt sätt med hänsyn till den internationella karaktär som AIF-förvaltarnas placerare och motparter har och deras aktiva roll på finansmarknaderna i hela Europa.

Trots denna sammankoppling är regelverket för AIF-förvaltare för närvarande ytterst fragmenterat. AIF-förvaltare omfattas av vissa övergripande bestämmelser i gemenskapslagstiftningen men det finns ingen gemenskapsakt som direkt avser AIF-

förvaltare. Det finns dock reglering av AIF-förvaltarnas verksamhet. Många omfattas av bestämmelser och underkastas tillsyn i de medlemsstater där de är etablerade. Omfattningen av och innehållet i nationell lagstiftning är dock ytterst varierande exempelvis när det gäller kraven på registrering av och tillståndsgivning för AIF-förvaltare, lagstadgad rapportering och standarder för information till placerare samt riskhantering.

I rapporten diskuteras två sammanhängande problem som gäller de fragmenterade reglerna.

- För det första kan de fragmenterade reglerna **förhindra effektiv reglering, tillsynen och överblicken på makronivå av AIF-förvaltare** genom att de gränsöverskridande aspekterna av AIF-förvaltares verksamhet inte beaktas. Detta kan resultera i ofullständig och inkonsekvent tillsyn och kontroll av makroprudentiella och mikroprudentiella risker samt av risker som avser marknadseffektiviteten och brister i de ramar som tillgodoser investerarskyddet.
- För det andra kan det **begränsa marknadsintegrationen och utvecklingen av den inre marknaden** genom att förhindra en effektiv gränsöverskridande distribution av produkter som handhas av AIF-förvaltare. Detta kan leda till att AIF-förvaltare inte utnyttjar skalfördelar och att placerare inte diversifierar sina portföljer på ett optimalt sätt.

I rapporten konstateras att det nuvarande regelverket, sett ur EU-perspektiv, inte utgör en övergripande eller effektiv bas för tillsyn och för att ta itu med de risker som AIF-förvaltare utgör för sina motparter och finanssystemet. Den europeiska dimensionen av det allmännas bästa som ska skyddas genom lagstiftning och tillsyn beaktas inte tillräckligt.

Det finns framför allt inte någon samlad syn när det gäller insamling av relevanta makroprudentiella uppgifter från AIF-förvaltare (till exempel i fråga om hävstångseffekter och riskkoncentrationer) och inga effektiva verktyg med vars hjälp myndigheter med ansvar för stabilitetstillsynen kan tillhandahålla dessa uppgifter på EU-nivå och globalt. Detta utgör ett väsentligt hinder för att kunna skapa en effektiv makroprudentiell överblick. Avsaknaden av en enhetlig standard för tillsyn och lagstiftningsskydd inom hela EU skapar osäkerhet bland placerare och motparter.

#### ***Mål:***

För att kunna lösa dessa problem föreslår man i rapporten att den övergripande målsättningen ska vara inrättandet av ett övergripande och effektivt regelverk och tillsynsramar för AIF-förvaltare inom EU.

I rapporten fastställs även att vissa av de beskrivna riskerna inte är specifika för AIF-förvaltare och att dessa således bättre kan lösas genom sektorsövergripande initiativ. Dessa omfattar åtgärder som avser blankning och insyn i fråga om viss teknik vid tilldelning av rösträtter i börsnoterade företag. I rapporten konstateras vidare att även andra delar i det omfattande reformprogram som aviseras i kommissionens meddelande inför Europeiska rådets möte under våren kommer att få återverkningar på AIF-förvaltarnas verksamhet.

Många andra risker är emellertid direkt förknippade med AIF-förvaltarnas verksamhet och kräver därför att det uppställs mål. Dessa mål skulle vara följande:

- Säkerställa att alla AIF-förvaltare uppfyller lämpliga krav på auktorisation och registrering.
- Skapa en ram för att på ett lämpligt sätt kunna övervaka makroprudentiella risker.

- Tillgodose en fullgod tillsyn och begränsning av de mikroprudentiella riskerna.
- Ge en samstämd syn på skyddet av professionella placerare i AIF.
- Öka det offentliga ansvaret för AIF-förvaltare som har majoritetsintressen i företag.
- Utveckla den inre marknaden för AIF.
- Se till att de åtgärder som vidtas står i proportion till riskerna och är tillräckligt diversifierade för att ta hänsyn till skillnaderna i AIF-förvaltares affärsmodeller.

### *Vilka åtgärder krävs för att uppfylla dessa mål?*

I samband med utvärderingen av det lämpligaste sättet att ta itu med de konstaterade problemen behandlas en rad nyckelfrågor i konsekvensanalysen som gäller målsättningen för och omfattningen av dessa åtgärder före det att man börjar fundera över på vilken nivå dessa åtgärder bör vidtas.

### *Vilka delar av värdeskalen ska man inrikta sig på?*

I rapporten kommer man fram till att målen bäst kan uppnås genom att inrikta sig på AIF-förvalternivå. AIF har knappt någon rättslig struktur för sammanläggning av tillgångar och inget eget ekonomiskt liv. AIF-förvaltarna är emellertid ansvariga för alla viktiga beslut som gäller fondförvaltning. Dessa gäller investeringsbeslut, tillämpning av hävstångseffekter, förvaltningsstrukturen, internsystemen för riskhantering och undvikande av intressekonflikter samt hantering av förbindelser med placerare, motparter och lagstiftare, däribland tillhandahållande av information, och därutöver organisering av administrativa uppgifter (däribland värdering), förvaring av tillgångar och revision, även om dessa uppgifter vidarebefordras till tredjeman. Riskerna finns således nästan uteslutande på AIF-förvalternivå.

I rapporten konstateras dock att en målinriktning på AIF-förvaltare bör kompletteras med lämpliga kontroller av tjänsteleverantörer som utgörs av tredjepart (som exempelvis värderare och förvaringsinstitut). En stabil motpartsriskhantering av långivarna spelar dessutom en viktig roll för att minska de risker som AIF-förvaltare utgör för banksektorn.

### *Hur omfattande bör åtgärderna vara: Bör man inrikta sig på specifika affärsmodeller för AIF-förvaltare eller vore en horisontal modell att föredra?*

I rapporten diskuteras möjligheterna att inrikta sig på specifika affärsmodeller eller att utveckla en horisontell modell för AIF-förvaltarbranschen. Man kommer fram till att en horisontell modell vore att föredra förutsatt att den utformas proportionerligt och beaktar skillnaderna mellan olika affärsmodeller. Det skulle bli svårt att definiera enskilda affärsmodeller på ett exakt och rättsligt hållbart sätt. Vidare skulle alla sådana definitioner skapa möjligheter att kringgå lagstiftningen. Många av de risker som dessa åtgärder ska motverka är dessutom inte begränsade till enskilda affärsmodeller utan uppstår i större eller mindre omfattning inom hela AIF-förvaltarverksamheten. En vidare modell garanterar att riskerna kontrolleras på ett mer övergripande sätt.

Valet av en allomfattande åtgärd innebär inte att en pantentlösningsmetod vore lämplig. En åtgärds metod som är lämpligt utformad bör beakta skillnaderna mellan olika affärsmodeller och omfatta bestämmelser som inriktar sig på de risker som viss verksamhet medför.

*Hur mycket av AIF:s värdekedja bör finnas i EU för att åtgärderna ska bli verkningfulla?*

För att lagstiftningen och tillsynen av AIF-förvaltares verksamhet inom EU ska bli effektiv bör AIF-förvaltaren vara lokaliserad inom EU. I rapporten konstateras dock att viktiga delar av AIF:s värdekedja återfinns i offshore-lagstiftning, däribland själva AIF och viktiga tjänsteleverantörer som utgörs av tredjeman.

I rapporten påpekas att riskerna återfinns nästan uteslutande på AIF-förvaltnivå. Den alternativa investeringsfondens registreringsort utgör inget hinder för att dessa mål ska kunna uppnås. Vissa tjänster som utförs av tredjeman, som till exempel värdering och förvaring, är viktiga för att kunna skydda investerarna men tillhandahålls ofta offshore när det gäller vissa typer av AIF-förvaltare. I dessa fall kräver effektiv riskhantering att effektiva kontroller inrättas för sådan verksamhet.

*Hur omfattande bör åtgärderna vara?*

I rapporten utvärderas fem alternativ: inga åtgärder, självreglerande system, lagstiftningsåtgärder på medlemsstats-, europeisk och internationell nivå. Man konstaterar att för att få till stånd effektiv tillsyn och minskning av de risker som är förknippade med AIF-förvaltare krävs det rättsligt bindande och verkställbara åtgärder för att kunna inrätta ett fullgott regelverk och tillsyn inom hela EU. Standarder som utvecklas inom branschen kan inkluderas i dessa bestämmelser och tjäna som riktlinjer för branschen.

Medlemsstaterna skulle i princip kunna uppdatera sin lagstiftning och sina tillsynsregler och vinnlägga sig om att förbättra samarbetet mellan olika jurisdiktioner. Det finns dock risk för att en okoordinerad metod inte kommer att beakta dessa riskers gränsöverskridande karaktär och bindande samarbete och avtal om informationsutbyte kan bli svåra att uppnå. Vidare är det inte säkert att friheterna på den inre marknaden kommer att kunna garanteras.

Lagstiftningsåtgärder på EU-nivå anses därför att medföra klara fördelar både i fråga om riskövervakning och kontroll på ett EU-övergripande plan samt när det gäller att tillhandahålla ett säkert ram för EU-övergripande spridning av alternativa investeringsfonder. Eftersom det föreligger risk för internationella externa effekter bör åtgärder inom EU lämpligen samordnas med internationella åtgärder på detta område. Ett stabil ram i Europa skulle kunna utgöra en bra utgångspunkt för diskussioner på det internationella planet och i samband med informationsutbyte.

### ***Subsidiaritetsprincipen***

I rapporten framhålls att åtgärder på EU-nivå inom detta område är förenliga med subsidiaritetsprincipen med hänsyn till riskernas nationsöverskridande karaktär och behovet av en stor samstämmighet när det gäller de krav som ställs på AIF-förvaltare och den information som inhämtas från dem. I artikel 47.2 i EG-fördraget återfinns den rättsliga grunden för sådana åtgärder.

När det gäller valet av rättsligt instrument skulle ett direktiv skapa en lämplig balans mellan harmoniseringen av kontrollåtgärderna för de främsta riskerna och samtidigt ge medlemsstaterna valfrihet när det gäller hur dessa bestämmelser införlivas i nationell lagstiftning. Ett europeiskt system skulle också kunna ge medlemsstaterna ett visst spelrum när det gäller tillämpningen av tilläggsbestämmelser som avser AIF-förvaltares verksamhet på en renodlad inhemsk marknad, och i förekommande fall införa ett regelverk för spridningen av vissa bestämda typer av AIF för små placerare.

## *Bestämmelser avseende ett eventuellt förslag och förväntade effekter*

I det sista avsnittet diskuteras hur man kan strukturera åtgärder på detta område så att de blir proportionerliga i förhållande till de risker de medför och hur onödig administration kan undvikas.

### *Allmänna bestämmelser*

I rapporten beskrivs en uppsättning allmänna bestämmelser som gäller för alla AIF-förvaltare. Dessa skulle omfatta krav på auktorisation som är utformade för att tillhandahålla den behöriga myndigheten tillräcklig försäkran om att AIF-förvaltaren är lämplig, har tillräckligt kapital, och har vidtagit erforderliga åtgärder bland annat när det gäller riskhantering, värdering, förvaring av tillgångar, revision och hantering av intressekonflikter. Ytterligare bestämmelser skulle syfta till att säkerställa att AIF-förvaltare utan dröjsmål tillhandahåller placerare korrekt information om deras investeringspolicy, avgifter och internsystem. Lagstiftarna skulle informeras om vilken slags AIF det rör sig om och om dess viktigaste positioner och riskkoncentrationer. Enligt dessa bestämmelser skulle AIF-förvaltare ges rätt att tillhandahålla sina tjänster i samtliga medlemsstater (som omfattas av anmälningsplikt) och att marknadsföra den AIF-fond de förvaltar till professionella placerare inom hela EU.

För att dessa bestämmelser ska vara proportionerliga ska de endast gälla för AIF-förvaltare som har samlade tillgångar på minst 250 miljoner euro. När det gäller mindre AIF-förvaltare skulle det administrativa merarbetet och tillsynen vara mer omfattande än de marginella fördelarna när det gäller att minska de risker som är förknippade med denna verksamhet.

### *Verksamhetsbaserade bestämmelser*

Utöver de allmänna bestämmelserna skulle ett antal andra bestämmelser vara tillämpliga om och enbart i de fall då AIF-förvaltaren ägnar sig åt speciell verksamhet. Dessa skulle ta större hänsyn till skillnaderna i olika affärsmodeller för AIF-förvaltare och vara anpassade till de risker som de medför. Detta gäller särskilt

- **AIF-förvaltare som systematisk använder sig av lånefinansiering** och som i lämplig omfattning skulle bli skyldiga att tillhandahålla ytterligare information till placerare och vara tvungna att rapportera till behöriga myndigheter att de använder sig av lånefinansiering,
- **AIF-förvaltare som förvärvar ägarintressen i företag** då det krävs ytterligare information och öppenhet när en AIF innehar kontrollerande innehav i ett företag (som inte är ett litet eller medelstort företag). Om en AIF-förvaltare avregistrerar ett företag från börserna kommer de rapporteringsskyldigheter som gäller för börsnoterade företag att fortsätta gälla under en tidsbegränsad period.

### *Administrativt merarbete*

De krav som ställs i den föreslagna åtgärden kommer att skapa visst administrativt merarbete för AIF-förvaltarna. Ökningen av kostnaderna kommer i första hand att bero på de nationella bestämmelser som redan är i kraft i hemlandet. De ökade kostnaderna för AIF-förvaltare (och deras tillsynsmyndigheter) skulle motiveras av ökad tillsyn och fördelar för AIF-förvaltare när det gäller gränsöverskridande bestämmelser för tjänster som tillhandahålls av AIF-förvaltare samt marknadsföring av AIF till professionella placerare efter ett enkelt anmälningsförfarande.

Eftersom det råder osäkerhet i fråga om de ökade kostnaderna är det i dagsläget inte möjligt att utvärdera eller exakt fastställa vilka effekter som förslaget kommer att få för konkurrensförhållandena för AIF-förvaltare som är registrerade i EU.