

BG

BG

BG



КОМИСИЯ НА ЕВРОПЕЙСКИТЕ ОБЩНОСТИ

Брюксел, 30.4.2009
SEC(2009) 577

РАБОТЕН ДОКУМЕНТ НА СЛУЖБИТЕ НА КОМИСИЯТА

придружаващ

Предложение за

ДИРЕКТИВА НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И НА СЪВЕТА

**относно лицата, управляващи фондове за алтернативни инвестиции, и за
изменение на Директива 2004/39/ЕО и Директива 2009/.../ЕО**

ОБОБЩЕНИЕ НА ОЦЕНКАТА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО

{COM(2009) 207}
{SEC(2009) 576}

ОБОБЩЕНИЕ НА ОЦЕНКАТА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО

Финансовата криза разкри редица слабости на финансовата система. Това налага задълбочен преглед на регулаторните и надзорни рамки за всички важни участници на европейските финансови пазари. Както се посочва в съобщението на Комисията във връзка с Европейския съвет през пролетта и в съответствие със заключенията на срещата на Г-20, Комисията се ангажира да гарантира, че *„всички участници... подлежат на подходящо регулиране и надзор“*. Това изисква запълване на празнотите в областите, в които европейските и националните разпоредби са непълни.

Такалд област представляват дейностите на лицата, управляващи фондове за алтернативни инвестиции (ФАИ), които са определени като всички фондове, които не са хармонизирани по силата на Директивата за ПКИПЦК¹. Секторът на ФАИ се характеризира с голям обем (към края на 2008 г. управляваните активи са на стойност около 2 трилиона евро) и разнообразие. Лицата, управляващи ФАИ, използват широк спектър от инвестиционни стратегии и техники и инвестират в редица финансови и реални активи. В тази категория наред с други попадат хедж фондовете, фондовете за дялово участие, стоковите фондове, фондовете за инвестиции в недвижими имоти и инфраструктурните фондове. С оглед на рисковете, присъщи на тези инвестиции, инвестирането във ФАИ е ограничено главно до професионални инвеститори.

Дейностите на лицата, управляващи ФАИ, пораждаат редица рискове за техните инвеститори и за контрагентите, както и за правилното функциониране и стабилността на финансовите пазари (вж. таблица 1). Характерът и мащабът на тези рискове е различен при различните бизнес модели. Например макрофинансови рискове, свързани със степента на използвания дълг (ливъридж), са характерни главно за дейностите на хедж фондовете и стоковите фондове, докато рисковете, свързани с управлението на съставляващи портфейла дружествата са присъщи в по-голяма степен на фондовете за дялово участие. Други рискове обаче са общи за всички видове лица, управляващи ФАИ.

¹ Директива 85/611/ЕИО относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК)

Таблица 1: Преглед на важни рискове

Макрофинансови рискове (рискове за системата), свързани по-специално с използването на дълг (ливъридж)	• Пряко участие на банки (в качеството им на кредитори), които имат определяща роля за функционирането на цялата система, в сектора на АИФ. • Проциклично въздействие на „стадното“ поведение на инвеститорите, концентрацията на риск в определени пазарни сегменти и („предизвиканото“) намаляване на задлъжнялостта се прехвърлят на контрагентите посредством цената на активите и пазарната ликвидност
Микрофинансови рискове	• Потенциална слабост на вътрешните системи за управление на риска по отношение на ликвидния риск, пазарния риск, риска от контрагента (кредитния риск и сегълмът риска, особено в случай на къси продажби) и оперативния риск
Защита на инвеститорите	• Пропуски в предоставяната на инвеститорите информация по отношение на инвестиционната политика, управлението на риска, вътрешните процеси и др. като препятствия за извършването на ефективна надлежна проверка • Конфликти на интереси и грешки в управлението на фондовете, по-специално по отношение на възнагражденията, оценяването и администрирането
Ефективност и цялост на пазара	• Въздействие на динамичното търгуване и техниките за къси продажби върху функционирането на пазара. • Възможност за злоупотреба с пазара във връзка с някои техники, например късите продажби.
Въздействие върху пазара на корпоративен контрол	• Липса на прозрачност при увеличаване на дялове в дружества, чиито ценни книжа са допуснати за търгуване на регулиран пазар (напр. чрез вземане на заем на акции, договори за разлики) или съгласувани действия при стратегии на „акционерен активизъм“
Придобиване от лицата, управляващи ФАИ, на контрол в дружества	• Възможност за разминаване на стимулите при управлението на съставляващите портфейла дружествата, по-специално по отношение на използването на дългово финансиране • Липса на прозрачност и обществен контрол върху дружествата, предмет на изкупувания

Финансовата криза хвърли повече светлина върху ролята, която лицата, управляващи ФАИ, играят на финансовите пазари. Въпреки че кризата не беше причинена от тези лица, неотдавнашните събития поставиха сектора под силно напрежение. Много от лицата, управляващи ФАИ, изпитаха проблеми с ликвидността, като не успяха да управляват комбинацията между обещаната на инвеститорите степен на ликвидност и липсата на ликвидност на техните инвестиции. В някои случаи отрицателното въздействие беше почувствано на широкия пазар. Например, рязкото освобождаване от хедж фондовете на големи финансирани с дълг позиции в отговор на по-строгите условия за кредитиране и искове на инвеститорите за обратно изкупуване на дяловете оказаха проциклично въздействие върху влошаващите се пазари и е възможно да са оказали отрицателно влияние върху ликвидността на пазара.

Дефиниране на проблемите

Основният въпрос в настоящата оценка на въздействието е дали съществуващите в европейския сектор на лицата, управляващи ФАИ, регулаторни и надзорни мерки, предоставят стабилна основа за мониторинга и контрола на тези рискове. По-специално, в докладът се разглежда дали се отдава значимото внимание на трансграничното измерение на този сектор, като се има предвид международният

характер на инвеститорите и контрагентите, с които работят лицата, управляващи ФАИ, както и тяхната активна роля на финансовите пазари в цяла Европа.

Въпреки тази взаимна обвързаност, регулаторната среда за лицата, управляващи ФАИ, е силно разпокъсана към момента. Независимо че лицата, управляващи ФАИ, са предмет на някои трансгранични разпоредби на правото на Общността, липсва регламент на Общността, пряко насочен към лицата, управляващи ФАИ. Това не означава, че лицата, управляващи ФАИ, не подлежат на регулиране. Много от тях са предмет на регулиране и надзор в държавите-членки, в които са установени. Обхватът и съдържанието на националните режими обаче значително се различават, като например по отношение на изискванията за регистрация и за издаване на разрешение за упражняване на дейност на лицата, управляващи ФАИ, на задължителното отчитане и на стандартите за оповестявания пред инвеститорите, както и на управлението на риска.

В доклада се разглеждат два свързани проблема относно тази регулаторна разпокъсаност:

- Първо, регулаторната разпокъсаност може да **възпрепятства извършването на ефективно регулиране, надзор и финансов контрол на макро равнище на лицата, управляващи ФАИ**, като не се отчита трансграничното измерение на техните дейности. Това може да доведе до непълен или несъгласуван мониторинг и контрол на макрофинансовите рискове, на микрофинансовите рискове и рисковете за функционирането на пазара, както и до слабости в рамките, осигуряващи защитата на инвеститорите.
- Второ, това може да **възпрепятства пазарната интеграция и развитието на единния пазар**, чрез създаването на препятствия пред ефективното трансгранично разпространение на продукти, предлагани от лицата, управляващи ФАИ. Това може да възпрепятства лицата, управляващи ФАИ, да постигнат наличните икономии от мащаба, а инвеститорите — да диверсифицират своите портфейли по най-добрия начин.

В доклада се заключава, че от европейска гледна точка настоящата регулаторна рамка не представлява цялостна и ефективна основа за мониторинг и подходящ отговор на рисковете, които лицата, управляващи ФАИ, създават за техните контрагенти и за финансовата система. Не е отчетено в достатъчна степен европейското измерение на общото благо, което трябва да бъде защитено чрез регулирането и надзора.

Съществена пречка пред ефективния макрофинансов надзор е по-специално липсата на единен подход към събирането от лицата, управляващи ФАИ, на важна макрофинансова информация (например относно използването на дълг (ливъридж) и концентрацията на риск) и на работещ механизъм за обмен на тази информация на европейско и дори световно равнище между органите, отговарящи за макрофинансовия надзор. Освен това липсата на единен стандарт за надзор и регулаторна защита в целия ЕС поражда несигурност за инвеститорите и за контрагентите.

Цели:

В отговор на тези проблеми постигането на цялостна и ефективна рамка за регулиране и надзор на лица в ЕС, управляващи ФАИ, е формулирано в доклада като първостепенна цел.

В докладът се уточнява, че някои от описаните рискове не са характерни единствено за сектора на лицата, управляващи ФАИ, и поради това те могат да бъдат управлявани по-добре чрез комплексни инициативи. Такива инициативи включват мерки за отговор на опасенията по отношение на късите продажби и на прозрачността на някои техники за придобиване на право на глас в дружества, чиито ценни книжа са допуснати за търгуване на регулиран пазар. Освен това в доклада се отбелязва, че секторът на лицата, управляващи ФАИ, ще бъде повлиян и от други елементи на широката програма за реформа, обявена в съобщението на Комисията по повод на Европейския съвет през пролетта.

Много други рискове обаче са пряко свързани с дейностите на лицата, управляващи ФАИ, и като такива изискват целенасочен отговор. Конкретните цели на този отговор биха били:

- да се гарантира, че всички лица, управляващи ФАИ, са предмет на подходящи изисквания за издаване на разрешение за упражняване на дейност и за регистрация;
- да се въведе рамка за подходящ мониторинг на макрофинансовите рискове;
- да се гарантира подходящ мониторинг и ограничаване на микрофинансовите;
- да се възприеме единен поход за защита на професионалните инвеститори във ФАИ;
- да се засили обществената отговорност на лицата, управляващи ФАИ, които държат контролно участие в дружества;
- да се развие единния пазар за ФАИ;
- да се гарантира, че действията отговарят на съществуващите рискове и са диференцирани в достатъчна степен, за да се отчитат различията в бизнес моделите на лицата, управляващи ФАИ.

Какъв вид действие е необходимо за постигане на тези цели?

При оценката на подходящата форма на действие в отговор на установените проблеми в оценката на въздействието се разглеждат редица ключови въпроси като целта и обхвата на действието, преди да се пристъпи към определяне на равнището, на което следва да се предприеме това действие.

Към кои части от веригата на създаване на стойността следва да е насочено действието?

В доклада се стига до заключението, че целите могат да се постигнат най-добре с подход, насочен към равнището на управляващите ФАИ лица. Докато ФАИ е просто правна структура за формирането на пул от активи и няма собствен икономически живот, управляващото ФАИ лице отговаря за всички ключови решения във връзка с управлението на фонда. Те включват решения по отношение на инвестициите; използването на ливъридж; управленската структура и вътрешните системи за управление на риска и избягване на конфликти на интереси; управлението на отношенията с инвеститорите, контрагентите и регулаторите, включително предоставянето на информация; организацията на административните функции (включително оценяване), съхранението на активи и одита, дори когато тези функции са делегирани на трети лица. Поради това рискът е почти изключително на равнището на управляващите ФАИ лица.

В доклада се отбелязва обаче, че подходът, насочен към управляващите ФАИ лица, ще трябва да бъде допълнен с подходящи проверки на трети лица, които са доставчици на услуги (като оценители и депозитари). Освен това доброто управление от страна на кредиторите на риска от контрагентите, играе ключова роля за намаляване на риска за банковия сектор, произтичащ от управляващите ФАИ лица.

Какъв обхват е подходящ за действието: трябва ли то да е насочено към специфични бизнес модели на управляващите ФАИ лица или следва да се предпочете по-хоризонтален подход?

В доклада се разглежда възможността действието да е насочено към специфични бизнес модели или да се разработи хоризонтален подход към сектора на управляващите ФАИ лица. В него се заключава, че предпочитаният вариант следва да е хоризонталния

подход, при условие че той е планиран по начин, който осигурява пропорционалност и отчита различията между бизнес моделите. Би било трудно отделните бизнес модели да се дефинират по точен и издържан в правно отношение начин и всички подобни определения биха създали възможности за заобикаляне на разпоредбите. Освен това много от рисковете, към които са насочени тези действия, не са ограничени до отделни бизнес модели, а съществуват в по-голяма или по-малка степен като цяло в сектора на лицата, управляващи ФАИ. Във връзка с това по-широкият обхват би гарантирал, че рисковете се контролират по широкообхватен начин.

Предпочитанието, което се отдава на „глобална“ мярка не означава, че е подходящо приемането на еднакъв подход за всички участници. При една добре планирана мярка би следвало да се вземат предвид различията в бизнес моделите, като разпоредбите следва да са насочени към рисковете, произтичащи от специфични дейности.

Каква част от веригата на ФАИ на създаване на стойност следва да се изисква да е на територията на ЕС, за да бъде ефективно действието?

За да могат да бъдат ефективни регулирането и надзорът на дейността в ЕС на управляващите ФАИ лица, е необходимо тези лица да се намират на територията на ЕС. В доклада се признава обаче, че важни части от веригата на ФАИ на създаване на стойност често се намират на територията на офшорни юрисдикции, по-специално това се отнася за самите ФАИ и за трети лица, които са ключови доставчици на услуги.

В доклада се припомня, че тъй като рисковете са почти изцяло на равнището на лицата, управляващи ФАИ, мястото на установяване на ФАИ не застрашава постигането на целите. Някои услуги, предоставяни от трети лица обаче, като например оценяването и съхраняването на активи, са с ключово значение за защитата на инвеститорите и въпреки това често се осъществяват офшорно за някои видове лица, управляващи ФАИ. В тези случаи, за да се отговори ефективно на рисковете, би било необходимо да се предвидят ефективни проверки на тези дейности.

Какво е подходящото равнище за действието?

В доклада се разглеждат пет варианта: „да не се предприема нищо“, подходи на саморегулиране, законодателни мерки на равнището на държавите-членки, на европейско равнище или на международно равнище. В него се стига до заключението, че за ефективното наблюдение и намаляване на риска се изискват задължителни правни мерки, чието прилагане да бъде гарантирано, за да се осигури висок стандарт на регулирането и надзора в ЕС като цяло. Разработени от сектора стандарти могат да играят роля чрез осигуряване на информация за тези разпоредби и предоставяне на допълнителни насоки за сектора.

По принцип държавите-членки могат да усъвършенстват собствената си регулаторна и надзорна рамка и да се стремят да подобряват сътрудничеството между юрисдикциите. При един некоординиран подход обаче съществува опасност да не се вземе предвид трансграничният характер на риска, а задължителното сътрудничество и споразуменията за обмен на информация могат да се окажат несполучливи. Освен това с него не би могло да се гарантира постигане на свободите на единния пазар.

Поради това се счита, че законодателното действие на равнището на ЕС предлага ясни предимства както по отношение на наблюдението на риска и контрола на

паневропейско равнище, така и за предоставянето на сигурна правна рамка за паневропейско разпространение на ФАИ. Като се има предвид потенциалът за разпространение на риска в международен план, е най-добрият вариант би бил действието в ЕС да бъде координирано с международните мерки в тази област. Развитието на солидна рамка в Европа може да предостави полезна отправна точка за глобално обсъждане и споделяне на информация.

Принцип на субсидиарност

В доклада се изтъква, че действието на европейско равнище в тази област би било в съответствие с принципа на субсидиарност поради присъщия международен характер на рисковете и нуждата от висока степен на съгласуваност по отношение на изискванията, наложени на управляващите ФАИ лица, и на събираната за тях информация. Правното основание за такова действие е член 47, параграф 2 от Договора за създаването на ЕО.

По отношение на избора на инструмент, директивата предоставя подходящия баланс между хармонизирането на ключови мерки за контрол на риска и осигуряването на гъвкавост за държавите-членки при включването на тези разпоредби в националното право. Един европейски режим би предоставил и достатъчна гъвкавост на държавите-членки да прилагат допълнителни изисквания за управляващите ФАИ лица, които работят в чисто вътрешна среда и, ако е необходимо, с него би могло да се предостави режим за разпространението на някои видове ФАИ а инвеститорите на дребно.

Разпоредби на евентуалното предложение и очаквани въздействия

В заключителната част се разглежда как би могло да бъде структурирано действието в тази област, така че то да е пропорционално на породените рискове и да се избягва създаването на прекомерна административна тежест.

Общи разпоредби

В доклада се описва пакет от общи разпоредби, които да се прилагат по отношение на всички лица, управляващи ФАИ.. Те включват изисквания за предоставяне на разрешения за упражняване на дейност, предназначени да предоставят на компетентния орган достатъчна увереност, че управляващото ФАИ лице е в състояние, притежава достатъчно капитал и е въвело подходящи процедури, *inter alia*, за управление на риска, оценяване, съхраняване на активи, одит и управление на конфликти на интереси. Допълнителни разпоредби биха могли да имат за цел да се гарантира, че управляващите ФАИ лица предоставят подходяща и своевременна информация i) на инвеститорите по отношение на инвестиционната си политика, таксите и вътрешните системи, и ii) на регулаторите относно естеството на управлението на ФАИ и основните позиции и съсредоточаване на риска. Ако тези условия са изпълнени, на управляващите ФАИ лица се дава право да предоставят услугите си във всички държави-членки (при спазване на изискване за уведомление) и да предлагат управлението от тях ФАИ на професионални инвеститори в ЕС като цяло.

За да бъдат пропорционални, тези изисквания ще се прилагат единствено по отношение на управляващи ФАИ лица, които управляват активи с обща стойност поне 250 млн. евро. За по-малки лица, управляващи ФАИ, допълнителната административна тежест и

тежестта за надзорните органи биха надвишили пределните ползи, изразяващи се в намаляване на риска, свързан с дейността им.

Разпоредби в зависимост от дейността

В допълнение към общите разпоредби, редица разпоредби ще се прилагат само, когато управляващите ФАИ лица упражняват определен вид дейност. Те ще са отчитат различията в бизнес моделите на управляващите ФАИ лица и ще са съобразени с поетия риск. По-специално:

- от **управляващи ФАИ лица, които използват ливъридж систематично** и при определен мащаб, ще се изисква да предоставят допълнителна информация на инвеститорите и да докладват на компетентните органи относно употребата на ливъридж; както и
- за **лица, управляващи ФАИ, които придобиват контролен пакет в дружества**, при достигането на дял, позволяващ контрол, в дружество (което не е малко или средно предприятие), ще се задействат допълнителни изисквания за информация и оповестяване; а ако лице, управляващо ФАИ, преустанови търговията на регулиран пазар на ценните книжа на дадено дружество, за известен период ще продължат да се прилагат задълженията за отчитане за дружествата, чиито ценни книжа са допуснати до търговия на регулиран пазар.

Административна тежест

Изискванията на предлаганата мярка ще създадат известна административна тежест за лицата, управляващи ФАИ. Допълнителните разходи ще зависят основно от националните изисквания, които вече съществуват в държавата по произход. Тези допълнителни разходи за управляващите ФАИ лица (и техните надзорни органи) ще бъдат оправдани от подобрения надзор и ползите за управляващите ФАИ лица от трансграничното предоставяне на услуги от тези лица и предлагането на ФАИ на професионални инвеститори при обикновена процедура по уведомяване.

Поради несигурност по отношение на разходите не е възможно да се оцени или точно да се измери количественото въздействие на предложението върху конкурентоспособността на установените на територията на ЕС лица, управляващи ФАИ.