

NL

NL

NL



COMMISSIE VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAPPEN

Brussel,
SEC(2009) 577

WERKDOCUMENT VAN DE DIENSTEN VAN DE COMMISSIE

bij het

Voorstel voor een

RICHTLIJN VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD

**inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen en tot wijziging van de
Richtlijnen 2004/39/EG en 2009/.../EG**

SAMENVATTING VAN DE EFFECTBEOORDELING

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

SAMENVATTING VAN DE EFFECTBEOORDELING

Door de financiële crisis is een reeks zwakke plekken in het financiële stelsel aan het licht gekomen die een uitgebreide evaluatie van de regelgevings- en toezichtkaders voor alle spelers van betekenis op de Europese financiële markten noodzakelijk maken. Zoals uiteengezet in de mededeling van de Commissie aan de Europese Voorjaarsraad van maart 2009 wil de Commissie ervoor zorgen dat "*op alle betrokken partijen (...) goede regelgeving en goed toezicht van toepassing zijn*". Een dergelijk streven sluit ook aan bij de conclusies van de G20. Daartoe moeten lacunes in Europese en nationale regelgeving worden gedicht.

Een van de lacunes betreft de activiteiten van de beheerders van alternatieve beleggingsfondsen (AB's), waaronder alle fondsen worden verstaan die niet in het kader van de Icbе-richtlijn¹ zijn geharmoniseerd. De AB-sector is groot – het beheerde vermogen bedroeg eind 2008 rond de 2 biljoen EUR – en divers. De beheerders ervan (BAB's) passen de meest uiteenlopende beleggingsstrategieën en -technieken toe en beleggen in een breed scala aan financiële en materiële activa. Onder meer hedgefondsen, private-equityfondsen, vastgoedfondsen en infrastructuurfondsen vallen eronder. Gezien de risico's zijn beleggingen in deze fondsen in de eerste plaats voorbehouden aan professionele beleggers.

De activiteiten van BAB's brengen een aantal risico's mee voor beleggers en tegenpartijen en voor de efficiëntie en stabiliteit van de financiële markten (zie tabel 1). De aard en omvang van deze risico's lopen van businessmodel tot businessmodel uiteen. Zo hebben macroprudentiële risico's die voortvloeien uit het gebruik van hefboomfinanciering ("leverage"), vooral betrekking op de activiteiten van hedgefondsen en grondstoffenfondsen, terwijl de risico's die voortvloeien uit de governance van ondernemingen in portefeuille, meestal verband houden met private equity. Andere risico's gelden voor alle soorten AB's.

Tabel 1: Overzicht van de voornaamste risicogebieden

Macroprudentiële (systeem)risico's, met name in verband met het gebruik van hefboomfinanciering	<ul style="list-style-type: none">• Rechtstreekse blootstelling van systeemrelevante banken (de verstrekkers van hefboomfinanciering) aan de AB-sector• Procyclisch effect van kuddegedrag, risicoconcentraties in bepaalde marktsegmenten en ("gedwongen") afbouw van hefboomfinanciering, die via de activaprijzen en marktliquiditeit doorwerken naar de tegenpartijen
Microprudentiële risico's	<ul style="list-style-type: none">• Mogelijke zwakke punten in de interne risicobeheersystemen wat betreft liquiditeitsrisico's, het marktrisico, tegenpartijrisico's (krediet- en afwikkelingsrisico's, met name bij baissetransacties oftewel shortselling) en operationele risico's
Beleggersbescherming	<ul style="list-style-type: none">• Lacunes in de verstrekking van informatie over het beleggingsbeleid, het risicobeheer, interne processen etc. aan de beleggers, zodat zij minder goed de nodige zorgvuldigheid kunnen betrachten

¹ Richtlijn 85/611/EEG inzake instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's).

Marktefficiëntie en integriteit	–	<ul style="list-style-type: none"> • Belangenconflicten en tekortschietende fondsgovernance, met name wat betreft beloning, waardering en administratie • Gevolgen van dynamische handel en baissetransacties voor de marktwerking • Mogelijk marktmisbruik in verband met bepaalde technieken, zoals baissetransacties
Effect op zeggenschapsmarkt		<ul style="list-style-type: none"> • Gebrek aan transparantie wanneer belangen in beursgenoteerde ondernemingen worden opgebouwd (bijv. doordat aandelen worden geleend of door CDF's (contracts for difference)), of bij geconcentreerde actie in het kader van strategieën van activisten
Verwerving door BAB's van zeggenschap over bedrijven		<ul style="list-style-type: none"> • Potentieel verkeerde prikkels bij het beheer van ondernemingen in portefeuille, met name als het gaat om de financiering met vreemd vermogen • Gebrek aan transparantie en publieke controle bij ondernemingen die met een buy-out te maken krijgen

De financiële crisis heeft meer licht geworpen op de rol van BAB's op de financiële markten. Hoewel BAB's de crisis niet hebben veroorzaakt, staat de sector door recente gebeurtenissen sterk onder druk. Veel BAB's hebben met liquiditeitsproblemen te kampen vanwege de mismatch tussen de aan de beleggers beloofde liquiditeit en de liquiditeit van hun beleggingen. In een aantal gevallen heeft de hele markt daarvan de gevolgen ondervonden. Zo heeft de abrupte afbouw van grote hefboomfinancieringsposities door hedgefondsen die plaatsvond toen de kredietvoorwaarden werden aangescherpt en beleggers wilden uitstappen, een procyclisch effect gesorteerd en is deze mogelijk schadelijk geweest voor de marktliquiditeit.

Probleemstelling

De effectbeoordeling moet vooral duidelijk maken of de huidige regelgevings- en toezichtregelingen voor de BAB-sector een solide basis vormen voor de monitoring en beheersing van deze risico's. Met name wordt bekeken of wel voldoende rekening wordt gehouden met de grensoverschrijdende dimensie aangezien beleggers en tegenpartijen van BAB's op de financiële markten in geheel Europa een actieve rol spelen.

Ondanks deze onderlinge verwevenheid is de regelgeving voor BAB's thans sterk versnipperd. Hoewel bepaalde horizontale Gemeenschapsvoorschriften ook voor BAB's gelden, bestaat er geen Gemeenschapsregelgeving die rechtstreeks op BAB's gericht is. Dit betekent echter niet dat BAB's niet gereguleerd zijn. Velen van hen zijn namelijk onderworpen aan regelgeving en toezicht in de lidstaten waarin zij gevestigd zijn. De nationale regelingen lopen onderling echter qua toepassingsgebied en inhoud nogal sterk uiteen. Dit geldt bijvoorbeeld voor de registratie- en vergunningseisen bij BAB's, de rapportageverplichtingen en de normen voor de informatieverstrekking aan beleggers en het risicobeheer.

In het verslag gaat de aandacht uit naar twee aanverwante problemen die het gevolg zijn van deze versnippering op regelgevingsgebied:

- ten eerste kan de versnippering **een effectieve reglementering van en een effectief (macroprudentieel) toezicht op BAB's in de weg staan** omdat niet voldoende rekening wordt gehouden met de grensoverschrijdende dimensie van hun activiteiten. Dit kan ertoe leiden dat de macroprudentiële, microprudentiële en marktefficiëntierisico's onvolledig en

op onsamenhangende wijze worden gemonitord en beheerst en dat de kaders voor de bescherming van de belegger zwakke punten vertonen;

- ten tweede kan daardoor ook **de marktintegratie en de ontwikkeling van de interne markt worden belemmerd** omdat een efficiënte grensoverschrijdende distributie van BAB-producten wordt bemoeilijkt. Daardoor kunnen BAB's geen schaalvoordelen realiseren en kunnen beleggers hun portefeuille niet optimaal diversificeren.

De conclusie van het verslag luidt dat de huidige regelgeving vanuit EU-oogpunt geen brede, effectieve basis biedt voor de monitoring en aanpak van de risico's die BAB's voor hun tegenpartijen en het financiële stelsel vormen. Er wordt dus niet voldoende rekening gehouden met de Europese dimensie van het bij regelgeving en toezicht te beschermen publieke goed.

Zo wordt een effectief macroprudentieel toezicht belemmerd omdat een samenhangende aanpak voor de verzameling van relevante macroprudentiële gegevens bij BAB's (bijvoorbeeld over de hefboomfinanciering en risicoconcentraties) en een effectief mechanisme voor de uitwisseling van informatie tussen de macroprudentiële autoriteiten op Europees en mondiaal niveau ontbreken. Evenmin bestaat er een samenhangende standaard voor toezicht en beleggersbescherming en dit is weer een bron van onzekerheid voor beleggers en tegenpartijen.

Doelstellingen

Gezien deze problemen bestempeld het verslag de verwezenlijking van een breed, effectief regelgevings- en toezichtkader voor BAB's in de EU als overkoepelende doelstelling.

In het verslag wordt onderkend dat een aantal van de genoemde risico's niet tot de BAB-sector beperkt blijven en dus beter kunnen worden aangepakt met horizontale initiatieven, bijvoorbeeld met maatregelen om de bezwaren tegen baissetransacties en tegen de geringe transparantie van bepaalde technieken voor de verwerving van stemrechten in beursgenoteerde ondernemingen te ondervangen. Voorts wordt in het verslag opgemerkt dat andere elementen van de brede hervormingsagenda zoals aangekondigd in de mededeling van de Commissie aan de Europese Voorjaarsraad, gevolgen zullen hebben voor de BAB-sector.

Andere risico's hebben echter rechtstreeks betrekking op de activiteiten van BAB's en vragen als zodanig om een gerichte aanpak. Deze aanpak moet concreet leiden tot:

- passende vergunnings- en registratie-eisen voor alle BAB's;
- een deugdelijk monitoringkader voor macroprudentiële risico's;
- een deugdelijke monitoring en beperking van macroprudentiële risico's;
- een gemeenschappelijke aanpak voor de bescherming van professionele beleggers in BAB's;
- een verzwaring van de publieke verantwoordingsplicht van BAB's die een zeggenschapsbelang in een onderneming bezitten;
- de ontwikkeling van de interne markt voor AB's;
- acties die zijn evenredig zijn aan de risico's en differentiëren naar BAB-businessmodel.

Wat voor actie is nodig om deze doelstellingen te verwezenlijken?

Bij het zoeken naar het juiste antwoord op de bovengenoemde problemen wordt in de effectbeoordeling eerst ingegaan op het doel en de reikwijdte van de actie en wordt vervolgens bekeken op welk niveau dergelijke actie wenselijk is.

Op welke delen van de waardeketen moet men zich concentreren?

In het verslag wordt vastgesteld dat de doelstellingen het best kunnen worden verwezenlijkt met een op BAB's gerichte aanpak. Het AB is alleen een juridische structuur voor de pooling van activa en neemt niet zelfstandig aan het economisch leven deel. BAB's zijn daarentegen verantwoordelijk voor alle centrale beslissingen die ten aanzien van het fondsbeheer worden genomen, zoals beslissingen ten aanzien van beleggingen, het gebruik van hefboomfinanciering, de governancestructuur en interne systemen voor het risicobeheer en het voorkomen van belangenconflicten, het beheer van de relaties met beleggers, tegenpartijen en regelgevers (waaronder de informatieverstrekking), de organisatie van administratieve taken (waaronder waarderingen), de bewaring van activa, en audits, zelfs wanneer deze taken aan derden worden gedelegeerd. De risico's liggen dus vrijwel uitsluitend bij de BAB.

In het verslag wordt echter opgemerkt dat een naast een op BAB's gerichte aanpak passende controles op diensten van derden (zoals taxateurs en bewaarders) noodzakelijk zijn. Voorts is een degelijk beheer van het tegenpartijrisico door kredietverleners van essentieel belang om de risico's te beperken die BAB's voor het bankwezen vormen.

Tot hoever moeten de maatregelen zich uitstrekken: moeten deze worden gericht op specifieke BAB-businessmodellen of is een meer horizontale aanpak te verkiezen?

In het verslag wordt vervolgens bekeken of het vizier zou moeten worden gericht op specifieke businessmodellen of op de ontwikkeling van een horizontale aanpak voor de BAB-sector. De conclusie luidt dat een horizontale aanpak de voorkeur verdient, mits deze evenredig is aan en gevoelig is voor de verschillen tussen businessmodellen. Afzonderlijke businessmodellen zijn moeilijk nauwkeurig en juridisch sluitend te definiëren zodat er mogelijkheden ontstaan om door de mazen van de regelgeving te kruipen. Voorts blijken veel van de met deze acties aan te pakken risico's niet beperkt tot individuele businessmodellen, maar komen deze in meer of mindere mate bij alle BAB's voor. De risico's worden dus integraal in de hand gehouden met een breder dekkinggebied.

Een "alomvattende" maatregel geniet dus de voorkeur, maar is niet hetzelfde als een "one-size-fits-all"-aanpak. Zo'n maatregel moet gevoelig zijn voor de verschillen in de businessmodellen en bepalingen bevatten die gericht zijn op de specifieke risico's van de verschillende activiteiten.

Welk deel van de AB-waardeketen moet in de EU gevestigd zijn om er zeker van te zijn dat bepaalde actie effect sorteert?

Voor een doeltreffende reglementering van en een doeltreffend toezicht op het BAB-bedrijf in de EU zouden BAB's in de EU gevestigd moeten zijn. In het verslag wordt echter erkend dat belangrijke delen van de AB-waardeketen zich vaak in offshore-rechtsgebieden bevinden, en met name het AB's zelf en belangrijke dienstverlenende derden.

In het verslag wordt erop gewezen dat de risico's meestal bij de BAB's liggen en de verwezenlijking van de doelstellingen daarom niet in gevaar komt door de vestigingsplaats

van het AB's. Bepaalde diensten van derden, zoals de waardering en de bewaring van activa zijn echter van essentieel belang voor de bescherming van de belegger, maar worden bij bepaalde BAB's toch offshore verricht. In dergelijk gevallen kunnen de risico's alleen doeltreffend worden aangepakt als deze activiteiten goed worden gecontroleerd.

Op welk niveau is actie wenselijk?

In het verslag worden vijf opties onderzocht: niets doen, zelfreglementering en wetgevingsactie op nationaal, Europees of internationaal niveau. De conclusie luidt dat het voor een effectieve monitoring en beperking van BAB-gerelateerde risico's juridisch bindende en afdwingbare maatregelen nodig zijn die EU-breed een hoog reglementerings- en toezichtniveau waarborgen. Door de sector zelf ontwikkelde normen kunnen daarvoor als input dienen en de sector een extra leidraad bieden.

In principe kunnen de lidstaten hun eigen regelgeving en toezicht upgraden en de samenwerking tussen de verschillende rechtsgebieden verbeteren. Bij een ongecoördineerde aanpak dreigt echter het gevaar dat te weinig rekening wordt gehouden met het grensoverschrijdende karakter van de risico's en dat samenwerkings- en informatie-uitwisselingsovereenkomsten weinig bindend blijken. Bovendien kunnen de interne-marktvrijheden dan niet worden gegarandeerd.

Daarom wordt gesteld dat wetgevingsactie op EU-niveau duidelijke voordelen biedt omdat de risico's dan op pan-Europees niveau kunnen worden gemonitord en beheerst en een veilig kader voor de pan-Europese distributie van AB's kan worden geboden. Aangezien risico's zich internationaal kunnen verspreiden, zou het nog beter zijn om EU-actie te coördineren met internationale actie op dit gebied. De ontwikkeling van een robuust kader in Europa kan een nuttige aanzet geven tot overleg en informatie-uitwisseling op mondiaal niveau.

Subsidiariteit

Volgens het verslag is Europese actie op dit gebied niet in strijd met het subsidiariteitsbeginsel omdat de risico's van nature transnationaal zijn en de aan BAB's gestelde eisen en de bij hen verzamelde informatie een hechte samenhang moeten vertonen. De rechtsgrondslag voor dergelijke actie is artikel 47, lid 2, van het EG-Verdrag.

Er is voor een richtlijn gekozen omdat dit instrument de juiste balans biedt tussen enerzijds geharmoniseerde centrale risicobeheersingsmaatregelen en anderzijds de nodige ruimte voor de lidstaten om deze bepalingen naar eigen inzicht te integreren in het nationale recht. Ook kan een Europese regeling de lidstaten voldoende ruimte bieden om aanvullende eisen te stellen aan BAB's die uitsluitend in het binnenland actief zijn, en eventueel een regeling in te voeren voor de distributie van bepaalde soorten AB's onder kleine beleggers.

Bepalingen van een eventueel voorstel en verwachte gevolgen

In het laatste deel wordt besproken hoe actie op dit gebied zo kan worden opgezet dat deze in verhouding blijft staan tot de risico's en administratieve rompslomp wordt voorkomen.

Algemene bepalingen

In het verslag wordt een reeks algemene bepalingen beschreven die voor alle BAB's moeten gelden. Daaronder vallen in elk geval vergunningseisen zodat de bevoegde autoriteit er voldoende zeker van kan zijn dat de BAB deskundig en betrouwbaar is, voldoende kapitaal

aanhoudt en passende regelingen heeft getroffen voor onder meer het risicobeheer, de waardering, de bewaring van activa, audits en het beheer van belangenconflicten. Verdere bepalingen moeten ervoor zorgen dat BAB's de beleggers tijdig voldoende informatie verstrekken over hun beleggingsbeleid, vergoedingen en interne systemen, en de regelgevers tijdig voldoende informatie verstrekken over de aard van het beheerde AB en over de grote posities en risicoconcentraties. Als aan deze vereisten wordt voldaan, krijgen de BAB's (na kennisgeving) het recht om hun diensten in alle lidstaten te verrichten en de door hen beheerde AB's aan professionele beleggers in de gehele EU te verhandelen.

Omwille van de evenredigheid gelden deze vereisten alleen voor BAB's die in totaal 250 miljoen EUR of meer beheren. Bij kleinere BAB's wegen de marginale voordelen die voortvloeien uit de beperking van risico's die verbonden zijn aan hun activiteiten, niet op tegen de extra administratieve belasting en de belasting voor de toezichthouders.

Activiteitsgestuurde bepalingen

Naast de algemene bepalingen zijn er een aantal bepalingen die alleen gelden voor BAB's die zich bezighouden met bepaalde activiteiten. Deze bepalingen zijn gevoelig voor de verschillen in BAB-businessmodellen en zijn afgestemd op de risico's ervan. Ze hebben met name betrekking op:

- **BAB's die systematisch gebruikmaken van hefboomfinanciering** van enige omvang: zij moeten beleggers extra informatie verschaffen en aan de bevoegde autoriteiten verslag uitbrengen over het gebruik van hefboomfinanciering, en
- **BAB's die een belang verwerven in een onderneming**: zodra met dit belang zeggenschap in een (niet-mkb)-onderneming wordt verkregen, treden extra informatieverplichtingen in werking. Als een BAB een onderneming van de beurs haalt, blijven de rapportageverplichtingen waaraan beursgenoteerde ondernemingen onderworpen zijn, nog enige tijd voor deze onderneming gelden.

Administratieve lasten

De voorschriften van de voorgestelde maatregel brengen nieuwe administratieve besloemingen voor de BAB mee. De extra kosten die daaruit voortvloeien, hangen in de eerste plaats af van de al bestaande reglementering in de lidstaat van herkomst. Deze extra kosten voor BAB's (en hun toezichthouders) zijn echter te rechtvaardigen: het toezicht verbetert en de BAB's profiteren van het feit dat zij hun diensten grensoverschrijdend mogen verrichten en AB's aan professionele beleggers mogen verhandelen na een eenvoudige kennisgevingsprocedure te hebben doorlopen.

Omdat niet vaststaat hoe hoog deze kosten zijn, kan niet precies worden ingeschat of becijferd welke gevolgen het voorstel voor het concurrentievermogen van BAB's uit de EU heeft.