COMISIA
EUROPEANĂ

Bruxelles, 10.6.2020
COM(2020) 232 final

RAPORT AL COMISIEI CĂTRE PARLAMENTUL EUROPEAN ȘI CONSILIU

de evaluare a aplicării și a domeniului de aplicare ale Directivei 2011/61/UE a Parlamentului European și a Consiliului privind administratorii fondurilor de investiții alternative

CUPRINS

1. INTRODUCERE 3

1.1 Contextul 3

1.2 Temeiul juridic 4

1.3 Metodologia și procesul de consultare 4

2. EVALUAREA APLICĂRII ŞI A DOMENIULUI DE APLICARE AL DAFIA 5

2.1 Impactul asupra FIA și asupra AFIA 5

2.2 Impactul asupra investitorilor 7

2.3 Impactul asupra monitorizării și asupra evaluării riscului sistemic 8

2.4 Impactul normelor asupra investițiilor în întreprinderile private și în țările în curs de dezvoltare sau în beneficiul acestora 10

ABREVIERI

FIA	Fond de investiții alternative
AFIA	Administrator de fonduri de investiții alternative
DAFIA	Directiva 2011/61/UE privind administratorii fondurilor de investiții alternative
AuM	Activ administrat
CLO	Obligațiune garantată cu împrumuturi colateralizate
UPC	Uniunea piețelor de capital
DCC	Directiva privind cerințele de capital
DCVM	Depozitar central de valori mobiliare
DG FISMA	Direcția Generală Stabilitate Financiară, Servicii Financiare și Uniunea Piețelor de Capital
BCE	Banca Centrală Europeană
EGESC	Grupul de experți al Comitetului european pentru valori mobiliare
ELTIF	Fond european de investiții pe termen lung
ESMA	Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe
CERS	Comitetul european pentru risc sistemic
UE	Uniunea Europeană
EuVECA	Fond european cu capital de risc
CSF	Consiliul pentru Stabilitate Financiară
IMSC	Comitetul permanent al ESMA pentru servicii de administrare a investițiilor
IOSCO	Organizația Internațională a Comisiilor de Valori Mobiliare
VAN	Valoare a activului net
ANC	Autoritate națională competentă
NPPR	Regim național de plasamente private
MiFID	Directiva privind piețele instrumentelor financiare
OPCVM	Organisme de plasament colectiv în valori mobiliare

1. INTRODUCERE

1.1 Contextul

Directiva privind administratorii fondurilor de investiții alternative[1] (DAFIA) a fost adoptată în urma crizei financiare mondiale, care a dezvăluit anumite deficiențe ale piețelor financiare mondiale și ale regimurilor de reglementare ale acestora[2]. Drept urmare, liderii G20 au convenit că este necesar să reglementeze în mai mare măsură sectorul financiar pentru a reduce la minimum riscurile și amploarea viitoarelor crize[3]. Acest lucru a implicat, de asemenea, necesitatea unei supravegheri mai coordonate și sporirea transparenței față de investitori în ceea ce privește sectorul administrării fondurilor de investiții alternative. Pentru a sprijini obiectivele G20, Organizația Internațională a Comisiilor de Valori Mobiliare (IOSCO) a emis principii la nivel înalt cu privire la reglementarea fondurilor speculative pentru a ghida elaborarea de standarde internaționale în acest domeniu[4].

În urma aprobării de către Consiliul European[5] a acestor angajamente internaționale și în lumina raportului Parlamentului European[6], Comisia Europeană (denumită în continuare „Comisia") a emis o propunere de cadru de reglementare a administratorilor fondurilor de investiții alternative (AFIA).[7] DAFIA a fost adoptată la 8 iunie 2011. După transpunerea sa în sistemele juridice naționale, DAFIA a devenit aplicabilă începând cu 22 iulie 2013[8].

DAFIA are ca scop stabilirea unei abordări coerente de supraveghere a riscurilor sistemului financiar, asigurarea unui nivel înalt de protecție a investitorilor și facilitarea integrării pe piață a AFIA din UE[9]. AFIA au obligația de a lua măsuri pentru a gestiona riscurile și a asigura transparența necesară cu privire la activitățile legate de fondurile de investiții alternative (FIA) administrate de aceștia, fiind, totodată, în măsură să administreze și să comercializeze FIA către investitori profesionali din întreaga Uniune pe baza unei autorizații unice[10].

---

[1] Directiva 2011/61/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 8 iunie 2011 privind administratorii fondurilor de investiții alternative și de modificare a Directivelor 2003/41/CE și 2009/65/CE și a Regulamentelor (CE) nr. 1060/2009 și (UE) nr. 1095/2010, JO L 174, 1.7.2011, p. 1-73. (DAFIA)

[2] Propunere de directivă a Parlamentului European și a Consiliului privind administratorii fondurilor de investiții alternative, 30.4.2009, COM (2009) 207 final.

[3] Declarația Summitului privind piețele financiare și economia globală, Washington DC, 15 noiembrie 2008.

[4] Considerentul 89 din DAFIA; Raportul final al IOSCO privind supravegherea fondurilor speculative, iunie 2009.

[5] Concluziile Consiliului European din 16 septembrie 2010.

[6] Raport al Parlamentului European conținând recomandări către Comisie privind fondurile speculative și fondurile de capital privat (A6-0338/2008) (raportul „Rasmunsen") și privind transparența investitorilor instituționali (A6-0296-2008) (raportul „Lehne"); Raportul Grupului la nivel înalt pentru supravegherea financiară în UE, 25 februarie 2009, p. 25.

[7] Supra 2.

[8] Ultimul stat membru care a transpus DAFIA a finalizat acest proces la sfârșitul anului 2015.

[9] Considerentele (2)-(4) și (94) din DAFIA.

[10] Articolul 32 alineatul (1) din DAFIA.

1.2 Temeiul juridic

Prezentul raport este elaborat în conformitate cu articolul 69 din DAFIA. Comisia are obligația de a examina aplicarea și domeniul de aplicare al DAFIA, punând accentul pe experiența acumulată în aplicarea directivei. Trebuie evaluat impactul directivei asupra investitorilor, asupra FIA și asupra AFIA, în interiorul Uniunii și în țările terțe, pentru a stabili măsura în care au fost atinse obiectivele DAFIA.

Prezentul raport îndeplinește mandatul Comisiei de a furniza Parlamentului European și Consiliului o evaluare a funcționării DAFIA. În plus, raportul revizuiește metodele de calcul al efectului de levier, astfel cum se prevede la articolul 6 din Regulamentul delegat (UE) nr. 231/2013 al Comisiei (RAFIA), care completează DAFIA[11]. Documentul de lucru al serviciilor Comisiei [SWD(2020)110: Documentul de lucru al serviciilor Comisiei „Evaluarea aplicării și a domeniului de aplicare al Directivei 2011/61/UE a Parlamentului European și a Consiliului privind administratorii fondurilor de investiții alternative”] furnizează mai multe informații privind concluziile. A fost publicat, de asemenea, și un raport independent al KPMG[12].

1.3 Metodologia și procesul de consultare

Comisia a însărcinat un contractant extern – KPMG[13] – să realizeze un sondaj general și să efectueze un studiu bazat pe dovezi pentru a evalua impactul DAFIA[14].

Studiul empiric a vizat 15 state membre ale UE[15]. Acesta a evaluat dacă normele specifice ale DAFIA sunt eficace, eficiente, coerente și relevante și dacă au sprijinit măsurile UE ce vizează atingerea obiectivelor generale, specifice și operaționale ale directivei[16].

În acest raport, constatările KPMG sunt completate de alte surse de informații, inclusiv de actualizări de date relevante și informații obținute din diferitele fluxuri de lucru ale Comisiei[17], ESMA[18] și Comitetului european pentru risc sistemic (CERS)[19]. Au fost luate în

[11] Regulamentul delegat (UE) nr. 231/2013 al Comisiei din 19 decembrie 2012 de completare a Directivei 2011/61/UE a Parlamentului European și a Consiliului în ceea ce privește derogările, condițiile generale de operare, depozitarii, efectul de levier, transparența și supravegherea, JO L 83, 22.3.2013, p. 1-95.

[12] Raport privind funcționarea Directivei privind administratorii fondurilor de investiții alternative (DAFIA) – Directiva 2011/61/UE, extras din: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190110-aifmd-operation-report_en.pdf] (Raportul KPMG).

[13] KPMG Law Rechtsanwaltsgesellschaft mbH, în calitate de societate coordonatoare, cu subcontractanții KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Germania, și KPMG LLP, Regatul Unit, cu sprijinul rețelei europene a KPMG.

[14] Sondajul general a luat forma unui chestionar online și a fost efectuat în perioada 6 februarie 2018 - 29 martie 2018. La realizarea sondajului, KPMG a ținut cont de o listă de aspecte prevăzute la articolul 69 alineatul (1) din DAFIA, cu privire la care părțile interesate au fost invitate să se exprime.

[15] Austria, Belgia, Cipru, Republica Cehă, Danemarca, Franța, Germania, Ungaria, Irlanda, Italia, Luxemburg, Malta, Țările de Jos, Spania, Regatul Unit. Acesta reprezintă un eșantion adecvat de state membre în ceea ce privește poziționarea geografică și dimensiunea diferită a piețelor respective pentru FIA, AFIA sau investitori.

[16] Supra 12.

[17] Răspunsuri la Cererea de contribuții a Comisiei: Cadrul de reglementare al UE pentru serviciile financiare, răspunsuri la Consultarea Comisiei privind distribuția transfrontalieră a fondurilor (OPCVM, FIA, ELTIF, EuVECA și EuSEF) în UE.

[18] Avizul ESMA adresat Parlamentului European, Consiliului și Comisiei și răspunsurile la cererea de dovezi privind funcționarea pașaportului UE prevăzut de DAFIA și a regimurilor naționale de plasamente private, 30

considerare interacțiunile Comisiei cu părțile interesate, care includ autoritățile naționale competente (ANC), reprezentanții industriei și asociațiile de protecție a investitorilor, prin intermediul consultărilor publice, reuniunilor bilaterale și multilaterale. Publicațiile academice și statistice au contribuit, de asemenea, la pregătirea acestui raport. De exemplu, rapoartele statistice anuale ale ESMA privind FIA din UE au fost deosebit de utile în descrierea pieței FIA din UE[20]. Au fost luate în considerare și exemple individuale de deficiențe ale unor norme specifice ale Uniunii.

La 27 septembrie 2019, Comisia a consultat Grupul de experți al Comitetului european pentru valori mobiliare (EGESC), care reprezintă statele membre, pentru a primi feedback tehnic și în materie de politică cu privire la aspectele semnificative referitoare la aplicarea și domeniul de aplicare al DAFIA. Membrii EGESC au fost invitați să prezinte observații scrise, iar raportul ia în considerare pozițiile prezentate de membrii EGESC.

La 22 octombrie 2019, Comisia a prezentat principalele elemente ale prezentului raport Comitetului permanent al ESMA pentru servicii de administrare a investițiilor (IMSC) și a solicitat contribuția acestuia pe baza experienței de supraveghere a autorităților naționale competente.

2. EVALUAREA APLICĂRII ȘI A DOMENIULUI DE APLICARE AL DAFIA

DAFIA este un pilon semnificativ al uniunii piețelor de capital (UPC), care facilitează îmbunătățirea monitorizării riscurilor la adresa sistemului financiar și atragerea transfrontalieră de capital pentru investiții în active alternative. DAFIA a jucat un rol important în crearea unei piețe interne pentru FIA și în consolidarea cadrului de reglementare și de supraveghere pentru AFIA în Uniune. În prezent, AFIA își desfășoară activitatea acum cu o mai mare transparență față de investitori și supraveghetori.

2.1 Impactul asupra FIA și asupra AFIA

Piața FIA din UE se află pe o traiectorie de creștere continuă, ținând cont de activele nete ale FIA și AuM, cu o activitate transfrontalieră remarcabilă a AFIA. De la adoptarea DAFIA în 2011, activele nete totale ale FIA au crescut de peste două ori, de la 2,3 mii de miliarde EUR la 5,9 mii de miliarde EUR[21]. Distribuția transfrontalieră a FIA aproape că s-a dublat în perioada iunie 2017- octombrie 2019, crescând de la 3 % la 5,8 % din FIA[22]. În acest sens,

---

iulie 2015, ESMA/2015/1235; Studiu tematic al ESMA în rândul autorităților naționale competente privind cadrele de notificare și responsabilitățile autoritățile competente din statul membru de origine și din statul membru gazdă în cadrul OPCVM și DAFIA, 7 aprilie 2017, ESMA34-43-340; Avizul ESMA privind serviciile de segregare și de custodie a activelor, 20 iulie 2017, ESMA 34-45-27; Raportul statistic anual al ESMA: Fonduri de investiții alternative ale UE 2019, 21.1.2019, ESMA 50-165-748 (Raportul statistic al ESMA pentru anul 2019) și Raportul statistic anual al ESMA: Fonduri de investiții alternative ale UE 2020, 10.1.2019, ESMA50-165-1032 (Raportul statistic al ESMA pentru anul 2020).

[19] Recomandarea Comitetului european pentru risc sistemic din 7 decembrie 2017 privind riscul de lichiditate și riscul efectului de levier în cadrul fondurilor de investiții CERS/2017/6, 2018/C 151/01. Scrisoarea din 3 februarie 2020 a CERS către DG FISMA cu privire la considerațiile sale referitoare la DAFIA.

[20] Raportul statistic anual al ESMA: Fonduri de investiții alternative ale UE 2019, 21.1.2019, ESMA 50-165-748 (Raportul statistic al ESMA pentru anul 2019) și Raportul statistic anual al ESMA: Fonduri de investiții alternative ale UE 2020, 10.1.2020, ESMA50-165-1032 (Raportul statistic al ESMA pentru anul 2020).

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

[22] Morningstar, iunie 2017, și Morningstar, octombrie 2019.

pașaportul AFIA este confirmat a fi un factor important. Majoritatea AFIA, autorităților publice și investitorilor instituționali care au răspuns la sondajul general au raportat că accesul la piețele naționale a crescut datorită DAFIA, însă 34 % au raportat, de asemenea, creșterea perioadei necesare pentru a avea acces la piață[23].

Prezentul raport constată că eficacitatea pașaportului AFIA al UE este afectată de o suprareglementare națională, de divergențe între normele naționale de comercializare[24], de interpretări diferite ale DAFIA de către autoritățile de supraveghere de la nivel național[25] și de domeniul de aplicare limitat al acestuia. AFIA mai mici care nu pot să respecte toate cerințele prevăzute de DAFIA sunt obligați să renunțe la atragerea de capital în alte state membre sau se confruntă cu bariere semnificative în privința accesului pe piață. Mai mult, pașaportul AFIA permite comercializarea exclusiv către investitorii profesionali, și acest lucru restricționând activitățile transfrontaliere ale AFIA, întrucât investitorii semiprofesionali și cei de retail pot fi abordați numai în conformitate cu norme naționale care variază (și care sunt, adesea, restrictive). Distribuția FIA face obiectul normelor MiFID II[26], care fac distincția între investitorii de retail și cei profesionali; prin urmare, orice modificare a definițiilor tipurilor de investitori din DAFIA trebuie să țină seama de interacțiunea DAFIA cu dispozițiile relevante ale MiFID II.

FIA sunt oferite investitorilor de retail de către bănci și societățile de asigurare. Acești intermediari financiari promovează în mod activ mai ales fondurile interne, în loc să ofere o gamă mai largă de FIA ale părților terțe[27]. Cu toate acestea, situația se schimbă, platformele online acaparând o cotă de piață în expansiune. Fluxurile de lucru ale Comisiei legate de UPC se concentrează pe îmbunătățirea distribuției de produse de investiții în Uniune și pe revizuirea cerințelor privind divulgarea. Rezultatul acestor fluxuri de lucru va avea un impact și asupra FIA și AFIA cu sediul în țări terțe, care în prezent pot accesa investitori din state membre individuale doar pe baza legilor naționale – prevăzute în regimurile naționale de plasamente private (NPPR).

Rolul NPPR este recunoscut de către părțile interesate ca fiind ca fiind un factor important de dezvoltare a pieței, având în vedere că nu a fost activat pașaportul AFIA pentru entitățile din țări terțe. Prin urmare, investitorii din statele membre cu astfel de regimuri au putut să acceseze piețele mondiale pentru servicii financiare și să își diversifice alocările pentru investiții. Totuși, NPPR diferă între statele membre și, mai important, impun AFIA să pună în aplicare doar un număr foarte limitat din cerințele prevăzute de DAFIA, creând astfel condiții de concurență neechitabile între AFIA din UE și cei din afara UE. Unele state membre au exclus în totalitate accesul pe piață pentru entitățile din țări terțe. Unele state membre au sugerat armonizarea suplimentară a NPPR, în timp ce altele consideră că activarea pașaportului DAFIA pentru entitățile din țări terțe, urmată de eliminarea treptată a NPPR, ar fi o soluție mai bună la această problemă.

---

[23] Supra 12, p. 101.
[24] Supra 12, p. 74 și 114.
[25] Documentul de lucru al serviciilor Comisiei „Evaluarea impactului distribuției transfrontaliere a fondurilor de investiții colective , SWD(2018) 54 final, 12.3.2018, [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-3132069_en#pe-2018-1277].
[26] Directiva 2014/65/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 15 mai 2014 privind piețele instrumentelor financiare și de modificare a Directivei 2002/92/CE și a Directivei 2011/61/UE, JO L 173, 12.6.2014, pp. 349–496.
[27] Studiu privind sistemele de distribuție a produselor de investiții cu amănuntul în Uniunea Europeană, aprilie 2018, p. 17, extras din: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en.pdf].

Comisia nu a evaluat funcționarea pașaportului DAFIA pentru țările terțe, având în vedere că un astfel de pașaport nu a fost încă activat și, prin urmare, nu există informații de piață care să poată fi analizate.

2.2 Impactul asupra investitorilor

Pe baza evaluării detaliate din documentul de lucru al serviciilor Comisiei, regimul privind depozitarul, normele privind conflictele de interese, cerințele privind divulgarea și transparența protejează interesele investitorilor, ceea ce consolidează încrederea investitorilor în piețele financiare. Cifrele de pe piață demonstrează creșterea vânzărilor de FIA, cu o participare mai mare a investitorilor de retail în unele state membre[28]. Activitățile transfrontaliere au potențialul de a crește în continuare, având în vedere normele adoptate recent în contextul UPC[29].

Un regim special care reglementează funcțiile și răspunderea depozitarilor s-a dovedit a fi o măsură eficace pentru îmbunătățirea protecției investitorilor[30]. Acesta funcționează bine, chiar dacă pot fi necesare clarificări direcționate pentru a aborda situațiile în care AFIA utilizează servicii tripartite de gestionare a colateralului sau atunci când depozitarii centrali de valori mobiliare (DCVM) acționează în calitate de custozi.

Mai mult, lipsa unui pașaport al depozitarului este în contradicție cu spiritul pieței unice. Din cauza opțiunilor limitate în ceea ce privește prestatorii de servicii pe piețele mai mici, există și temeri privind existența unui risc de concentrare în cazul în care un singur depozitar ar putea deține activele tuturor FIA stabilite într-un stat membru.

În ceea ce privește normele de evaluare, care sunt necesare pentru stabilirea cotei fiecărui investitor într-un anumit FIA și pentru monitorizarea performanței FIA, DAFIA a adus o anumită disciplină și structură procesului de evaluare a activelor FIA[31]. Cu toate acestea, pot exista probleme în ceea ce privește caracterul binar al normelor de evaluare, prin care părțile interesate înțeleg că este exclusă o utilizare combinată a evaluatorilor interni și externi, precum și incertitudini cu privire la răspunderea evaluatorilor externi, care este stabilită în legile naționale. Nu au existat însă suficiente dovezi care să sugereze că dispozițiile DAFIA privind divulgarea ar trebui modificate.

Deși implică anumite costuri pentru industrie, normele DAFIA privind divulgarea și-au atins în mare parte obiectivul de a permite investitorilor să ia decizii în cunoștință de cauză în materie de investiții[32]. Cerința privind divulgarea conflictelor de interese este deosebit de apreciată de investitorii în active alternative, întrucât aceasta este una dintre preocupările lor

[28] Supra 12, p. 257.
[29] Directiva (UE) 2019/1160 a Parlamentului European și a Consiliului din 20 iunie 2019 de modificare a Directivelor 2009/65/CE și 2011/61/UE în ceea ce privește distribuția transfrontalieră a organismelor de plasament colectiv, JO L 188, 12.7.2019, p. 106-115, și Regulamentul (UE) 2019/1156 al Parlamentului European și al Consiliului din 20 iunie 2019 privind facilitarea distribuției transfrontaliere a organismelor de plasament colectiv și de modificare a Regulamentelor (UE) nr. 345/2013, (UE) nr. 346/2013 și (UE) nr. 1286/2014, JO L 188, 12.7.2019, pp. 55-66.
[30] Supra 12, p. 94.
[31] Supra 12, pp. 183-184.
[32] Supra 12, p. 77.

principale[33]. Din analiză reiese faptul că DAFIA a sporit transparența în ceea ce privește produsele și serviciile oferite[34]. Cu toate acestea, nu au fost identificate elementele cerințelor privind divulgarea care ar putea fi inutile, dat fiind că unii investitori profesionali solicită și alte informații, pe lângă cele prevăzute de DAFIA.

2.3 Impactul asupra monitorizării și asupra evaluării riscului sistemic

Pentru a monitoriza și diminua riscurile macro care decurg din activitățile AFIA, este necesară identificarea entităților relevante pentru a asigura îndeplinirea de către acestea a cerințelor de bază pentru gestionarea profesională și responsabilă a investițiilor lor colective în beneficiul investitorilor. Nu s-au găsit dovezi care să sugereze că pragurile pentru activele administrate (AuM) prevăzute de DAFIA peste care activitățile AFIA pot prezenta un risc sistemic semnificativ ar trebui ajustate.

Părțile interesate consideră util setul de instrumente pus la dispoziția autorităților naționale competente în cadrul DAFIA în vederea asigurării stabilității financiare, inclusiv posibilitatea de a impune limite ale efectului de levier asupra unui AFIA[35] sau de a suspenda răscumpărările în interesul publicului. CERS recomandă îmbunătățirea și armonizarea în continuare a acestor măsuri[36]. Acest lucru include o recomandare privind clarificarea rolurilor ce revin autorităților naționale competente și cooperarea dintre acestea în cazurile în care suspendarea răscumpărărilor au implicații transfrontaliere[37]. Atunci când decid dacă este necesară o intervenție pe piețele financiare, autoritățile naționale competente ar trebui să poată evalua tendințele din industria FIA și monitoriza amenințările la adresa stabilității financiare, luând în considerare piețele pe care tranzacționează FIA. Acesta este motivul pentru care DAFIA prevede cerințe privind raportarea în scopuri de supraveghere[38].

S-a confirmat faptul că aceste cerințe privind raportarea în scopuri de supraveghere sunt necesare autorităților de supraveghere pentru a monitoriza riscurile pentru sistemul financiar într-un context transsectorial și transfrontalier. Cu toate acestea, o analiză mai aprofundată indică necesitatea de a lua în considerare simplificarea acestora, având totodată în vedere costurile nerecuperabile suportate deja de AFIA care respectă cerințele. Există, de asemenea, suprapuneri cu alte acte legislative ale Uniunii, cum ar fi raportarea către BCE în scopuri statistice, lucru care ar putea sprijini ideea ajustării actualului model de raportare prevăzut de RAFIA.

Se constată existența unei tendințe vizibile de extindere a împrumuturilor nebancare, lucru care generează preocupări în ceea ce privește stabilitatea financiară[39]. Unele informații granulare cu privire la anumite clase de active, cum ar fi împrumuturile cu efect de levier și obligațiunile garantate cu împrumuturi colateralizate (CLO), precum și informațiile privind legăturile indirecte dintre instituțiile bancare și instituțiile nebancare lipsesc în prezent, dar

[33] Alts Transparency: Finding the Right Balance [https://www.northerntrust.com/documents/campaign-landing/cis/2017/alt-transparency.pdf].
[34] Supra 12, p. 210.
[35] Articolul 25 din DAFIA.
[36] Supra 19.
[37] Astfel cum se prevede la articolul 46 din DAFIA.
[38] Anexa IV din RAFIA.
[39] A crescut rolul instituțiilor financiare nebancare pe piețele împrumuturilor cu efect de levier și ale obligațiunilor garantate cu împrumuturi colateralizate. A se vedea CSF, „Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations (CLOs)" („Vulnerabilitățile asociate împrumuturilor cu efect de levier și obligațiunilor garantate cu împrumuturi colateralizate"), PLEN/2019/91-REV, 22 noiembrie 2019.

sunt relevante pentru supravegherea macroprudențială. Mai multe părți interesate au solicitat Comisiei să reanalizeze ideea stabilirii unor standarde comune pentru FIA care acordă împrumuturi[40].

În ceea ce privește metodele de calcul al efectului de levier, multe părți interesate consideră că, în principiu, metodele „brută” și „a angajamentului” prevăzute în prezent în RAFIA sunt adecvate[41]. Cu toate acestea, unele ajustări pot fi solicitate în concluzia lucrărilor realizate în acest domeniu de Consiliul pentru Stabilitate Financiară (CSF) și de IOSCO[42], care se concentrează pe raportarea de date, precum și în recomandările CERS privind măsuri îmbunătățite pentru evaluarea riscurilor macroprudențiale[43].

Monitorizarea riscului sistemic și supravegherea sectorului FIA necesită o cooperare eficace în materie de supraveghere. DAFIA stabilește norme cu privire la competențele autorităților naționale competente, iar interacțiunea acestora cu ESMA are un rol important. Deși DAFIA oferă cadrul necesar pentru cooperarea autorităților naționale competente, eficacitatea normelor nu a fost încă testată.

ESMA, pe de altă parte, joacă un rol principal în crearea unei convergențe mai mari a standardelor prevăzute de DAFIA pe piața internă, prin coordonarea pozițiilor autorităților naționale competente. Armonizarea formelor și a proceselor și gestionarea centrală a bazelor de date de către ESMA ar putea spori și mai mult convergența în punerea în practică și aplicarea DAFIA. Așa cum se explică în evaluarea detaliată din documentul de lucru al serviciilor Comisiei, emiterea de orientări s-a dovedit a fi un alt instrument util în realizarea unei puneri în practică și a unei aplicări uniforme a DAFIA în întreaga Uniune, ca de exemplu orientările ESMA referitoare la normele DAFIA privind remunerarea AFIA[44].

Normele privind remunerarea au fost introduse în DAFIA cu scopul de a promova o administrare solidă și eficace a riscurilor, prin alinierea stimulentelor acordate la performanțele durabile[45]. O tranziție raportată de la remunerația variabilă la remunerația fixă[46] pare să fi introdus o mai mare aversiune față de riscuri în sectorul administrării fondurilor de investiții alternative colective și o sensibilizare generală sporită cu privire la sistemele de remunerare bune[47]. În pofida acestei tendințe, unele părți interesate au solicitat alinierea normelor DAFIA la regimurile similare prevăzute în alte legislații sectoriale, cum ar fi Directiva privind cerințele de capital (DCC), modificată recent[48]. Aceasta din urmă stabilește

[40] Reuniunea Grupului de experți al Comitetului european pentru valori mobiliare (EGESC) din 27 septembrie 2019.
[41] Supra 12, pp. 171-172. A se vedea capitolul II, secțiunea 2 din RAFIA.
[42] CSF, „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities” („Recomandări de politică pentru abordarea vulnerabilităților structurale rezultate din activitățile de administrare a activelor”),
12 ianuarie 2017; Raportul final al IOSCO privind recomandările pentru gestionarea riscului de lichiditate pentru organismele de plasament colectiv din februarie 2018; Raportul final al IOSCO privind recomandările pentru gestionarea riscului de lichiditate pentru organismele de plasament colectiv din februarie 2018.
[43] Supra 19.
[44] Orientările ESMA privind politicile solide de remunerare în conformitate cu DAFIA, 3 iulie 2013, ESMA/2013/232.
[45] Există unele dovezi care sprijină eficacitatea acestora în impulsionarea agenților vizați în direcția adoptării unui comportament atent la aspectele legate de riscuri.
[46] Supra 12, pp. 188 - 189.
[47] Supra 12, p. 192.
[48] Directiva (UE) 2019/878 a Parlamentului European și a Consiliului din 20 mai 2019 de modificare a Directivei 2013/36/UE în ceea ce privește entitățile exceptate, societățile financiare holding, societățile

instituții și cuantumuri ale remunerației *de minimis* care pot fi scutite de la amânarea plății variabile.

2.4 Impactul normelor asupra investițiilor în întreprinderile private și în țările în curs de dezvoltare sau în beneficiul acestora

Normele DAFIA privind raportarea în scopuri de supraveghere, depozitarul, administrarea riscurilor și remunerarea nu iau în considerare în mod explicit toate specificitățile gestionării investițiilor de capital privat. Cerințele de transparență aplicabile atunci când un fond de capital privat achiziționează participații cu drept de control în întreprinderi private și dispozițiile împotriva dezmembrării activelor nu sunt excesiv de împovărătoare, dar nu a fost posibil să se stabilească valoarea adăugată a acestora, din cauză că nu au fost disponibile date.

Administratorii de fonduri de capital privat care, din cauza dimensiunii portofoliului administrat, nu respectă parametrii de reglementare prevăzuți în DAFIA sau în Regulamentul EuVECA[49] întâmpină obstacole semnificative atunci când își comercializează fondurile în alte state membre[50]. În consecință, unele părți interesate consideră că DAFIA ar putea fi modificată pentru a răspunde mai bine nevoilor sectorului de capital privat, prin eliminarea taxelor inutile și prin căutarea unor modalități mai eficace de protejare a societăților necotate sau a emitenților.

Nu există dovezi suficiente care să permită stabilirea impactului DAFIA asupra investițiilor în țările în curs de dezvoltare sau în beneficiul acestora. Cu toate acestea, DAFIA nu pare să impună restricții de reglementare care ar împiedica astfel de investiții.

După transmiterea prezentului raport către colegiuitorii UE, DAFIA prevede că, în cazul în care se consideră oportun, Comisia va prezenta propuneri, inclusiv modificări ale DAFIA. În prezent, Comisia evaluează necesitatea prezentării de noi propuneri în acest domeniu.

Este important să se evidențieze și celelalte măsuri legislative luate de UE recent în sectorul administrării activelor. Pachetul privind distribuția transfrontalieră a fondurilor de investiții a fost adoptat, printre altele, pentru a spori transparența în legătură cu taxele de reglementare percepute de autoritățile naționale competente pentru prelucrarea notificărilor FIA și în legătură cu normele naționale de comercializare[51]. Cerințele de segregare a activelor atunci când se deleagă unei părți terțe funcția de custodie au fost simplificate de modificările recente aduse Regulamentului delegat nr. 231/2013 al Comisiei[52]. Modificările aduse DCC prevăd că AFIA aparținând aceluiași grup corporativ sau conglomerat vor trebui să aplice normele DAFIA privind remunerarea, evitând astfel să fie supuși mai multor seturi de norme care reglementează intermediari financiari diferiți[53]. Regulamentul UE privind informațiile privind durabilitatea în sectorul serviciilor financiare va asigura coerența la nivelul diferitelor cadre

---

financiare holding mixte, remunerarea, măsurile și competențele de supraveghere și măsurile de conservare a capitalului, JO L 150, 7.6.2019, pp. 253-295.

[49] Regulamentul (UE) nr. 345/2013 al Parlamentului European și al Consiliului din 17 aprilie 2013 privind fondurile europene cu capital de risc.

[50] Reuniuni bilaterale cu părțile interesate.

[51] Supra 29.

[52] Regulamentul delegat 2018/1618 al Comisiei din 12 iulie 2018 de modificare a Regulamentului delegat (UE) nr. 231/2013 în ceea ce privește sarcinile de păstrare ale depozitarilor, JO L 271, 30.10.2018, pp. 1-5.

[53] Supra 48.

de reglementare ale UE[54]. Recent modificatul Regulament privind fondurile europene cu capital de risc (EuVECA) permite utilizarea denumirii „EuVECA" de către administratorii organismelor de plasament colectiv autorizați în conformitate cu DAFIA și a extins parametrii investițiilor[55].

Cu toate acestea, alte probleme semnalate în prezentul raport ar putea necesita acțiuni suplimentare la nivelul Uniunii pentru a aprofunda piața UE pentru FIA și pentru a răspunde la evoluțiile tehnologice, asigurând faptul că cadrul juridic al DAFIA este adecvat scopului.

[54] Regulamentul (UE) 2019/2088 al Parlamentului European și al Consiliului din 27 noiembrie 2019 privind informațiile privind durabilitatea în sectorul serviciilor financiare, JO L 317, 9.12.2019, pp. 1-16.
[55] Regulamentul (UE) 2017/1991 al Parlamentului European și al Consiliului din 25 octombrie 2017 de modificare a Regulamentului (UE) nr. 345/2013 privind fondurile europene cu capital de risc și a Regulamentului (UE) nr. 346/2013 privind fondurile europene de antreprenoriat social, JO L 293, 10.11.2017, pp. 1-18.