



COMMISSIE VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAPPEN

Brussel, 12.7.2005
COM(2005) 314 definitief

GROENBOEK

**OVER DE VERBETERING VAN HET EU-KADER
VOOR BELEGGINGSFONDSEN**

{SEC(2005)947}

(door de Commissie ingediend)

GROENBOEK

OVER DE VERBETERING VAN HET EU-KADER VOOR BELEGGINGSFONDSEN

Inleiding

In amper tien jaar tijd is de sector van de beleggingsfondsen uitgegroeid tot een belangrijke speler op de Europese kapitaalmarkten. Beleggingsfondsen mobiliseren gezinsbesparingen en kanaliseren deze in de richting van productieve investeringen. Momenteel beheert de Europese sector van de beleggingsfondsen een vermogen van ruim 5 biljoen EUR. In dit Groenboek wordt het effect beoordeeld van de vigerende Europese wetgeving ter bevordering van de ontwikkeling van de icbe, het meest gebruikelijke type beleggingsfonds op de Europese markt. Meer dan 70% van het door de sector van de beleggingsfondsen beheerde vermogen is immers in handen van icbe's.

Wat zijn icbe's?

Icbe's (instellingen voor collectieve belegging in effecten) zijn speciale collectieve beleggingsfondsen waarvan het uitsluitende doel bestaat in de belegging van bij het publiek aangetrokken kapitaal. Krachtens de Icbe-richtlijn¹ moeten het beleggingsbeleid en de beheerder van een icbe aan specifieke vereisten voldoen. Met de icbe-wetgeving wordt beoogd de belegger een zeker niveau van bescherming te bieden. Dit wordt bewerkstelligd door icbe's strikte beleggingsbeperkingen, kapitaalvereisten en informatieverplichtingen op te leggen en door hen er tevens toe te verplichten hun activa in bewaring te geven bij een onafhankelijke bewaarder, die ook met de controle van het fonds is belast. Icbe's komen in aanmerking voor een "Europees paspoort", hetgeen betekent dat zodra hun in één lidstaat vergunning is verleend, hun deelnemingsrechten in elke andere EU-lidstaat aan kleine beleggers kunnen worden aangeboden, mits de betrokken lidstaat daarvan in kennis wordt gesteld.

De meeste belanghebbenden vinden dat de icbe-wetgeving beter zou kunnen functioneren. Deze wetgeving maakt het thans immers niet mogelijk het volledige potentieel van de sector van de beleggingsfondsen optimaal te benutten op pan-Europees niveau. Zij is evenmin flexibel genoeg om het hoofd te kunnen bieden aan de uitdagingen die de snelle veranderingen op de financiële markten met zich brengen. In dit stadium is er echter geen dwingende reden voor een grondige herziening van de bestaande wetgeving. In plaats daarvan moet in eerste instantie worden getracht optimaal gebruik te maken van de door het bestaande wetgevingskader geboden mogelijkheden. Daarom wordt in het Groenboek aangegeven op welke manieren de succesvolle ontwikkeling van de sector van de beleggingsfondsen op korte à middellange termijn in de hand kan worden gewerkt door voort te bouwen op de bestaande wetgeving, terwijl tegelijkertijd het vereiste hoge niveau van beleggersbescherming wordt

¹ Richtlijn 85/611/EEG van 20 december 1985 (PB L 375 van 31.12.1985, blz. 3), gewijzigd bij onder meer Richtlijn 2001/107/EG ("Richtlijn Beheermaatschappijen") van 21 januari 2002 (PB L 41 van 13.2.2002, blz. 20) en Richtlijn 2001/108/EG ("Productrichtlijn") van 21 januari 2002 (PB L 41 van 13.2.2002, blz. 35). In het vervolg van de tekst worden beide wijzigingsrichtlijnen aangeduid met de benaming "Icbe III".

geboden. In de aan dit Groenboek gehechte tabel wordt een beknopt overzicht gegeven van de stappen die momenteel worden overwogen. Het feit dat in de komende twee jaar de nadruk op deze initiatieven zal komen te liggen, neemt echter niet weg dat ook kan worden nagedacht over de ambitieuzere maatregelen die nodig kunnen blijken voor een efficiënte werking van de Europese sector van de beleggingsfondsen en het bieden van een hoog niveau van beleggersbescherming.

Gezien de huidige sociaal-economische uitdagingen is de tijd rijp om tot een dergelijke evaluatie over te gaan. Het EU-regelgevingskader moet de sector van de beleggingsfondsen in staat stellen, enerzijds, degelijk gestructureerde en goed beheerde collectieve beleggingen aan te bieden die de hoogst mogelijke opbrengsten genereren welke aansluiten bij de financiële draagkracht en risicobereidheid van de individuele beleggers en, anderzijds, deze beleggers alle nodige informatie te verstrekken om de risico's en kosten in te schatten. Geïntegreerde en efficiënte Europese markten voor beleggingsfondsen zijn van strategisch belang: zij kunnen een wezenlijke bijdrage leveren tot het aanleggen van adequate pensioenvoorzieningen, zij kanaliseren spaargelden in de richting van productieve investeringen, en zij kunnen een deugdelijke corporate governance in de hand werken.

De in dit document gepresenteerde analyse is gebaseerd op het in mei 2004 gepubliceerde verslag van de deskundigengroep vermogensbeheer en het naar aanleiding daarvan gepleegde overleg met de lidstaten, CEER-leden en marktdeelnemers. Dit overleg en de gedetailleerde analyse van de werking van de icbe-wetgeving door de diensten van de Commissie² hebben een aantal kwesties aan het licht gebracht waarover naar de mening van de Commissie een breed maatschappelijk debat dient te worden gevoerd. Dit Groenboek moet worden gezien als een eerste bijdrage van de Commissie tot dit debat.

1. ALGEMENE EVALUATIE

De Icbe-richtlijn is een belangrijke eerste stap gebleken in de richting van de totstandbrenging van geïntegreerde en concurrerende Europese markten voor beleggingsfondsen. 28 830 icbe's beheren een vermogen van 4 biljoen EUR. Icbe's genieten een brede markterkenning, niet alleen binnen maar ook buiten de EU.

Het gebruik van het icbe-productpaspoort is in de afgelopen 5 jaar ruimschoots verdubbeld. 16% van de icbe's zijn echte grensoverschrijdende fondsen en winnen steeds meer marktaandeel. Grensoverschrijdende icbe's beginnen echter nog maar pas voet aan de grond te krijgen als significante spelers op de markten van de lidstaten van ontvangst.

Uit het oogpunt van de algemene marktefficiëntie kan niet worden ontkend dat het potentieel van de sector nog niet ten volle wordt benut. Het landschap wordt nog steeds gedomineerd door fondsen van suboptimale omvang. Europese fondsen zijn gemiddeld immers 5 keer kleiner dan hun tegenhangers in de Verenigde Staten. Dit heeft tot gevolg dat de sector van de beleggingsfondsen niet ten volle van schaalvoordelen kan profiteren, wat resulteert in lagere netto-opbrengsten voor eindbeleggers.

² Gepubliceerd in de vorm van een werkdokument van de diensten van de Commissie.

Wat de beleggersbescherming betreft, zij erop gewezen dat er tot dusver geen opmerkelijke financiële schandalen aan het licht zijn gekomen waarbij icbe's betrokken waren. De Icbe-richtlijn is derhalve een solide basis gebleken voor de ontwikkeling van een goed gereguleerde sector van de beleggingsfondsen. Als gevolg van de recente trends die zich in de sector aftekenen, is het risicoprofiel van de branche echter aan het veranderen. Uitbesteding van operationele functies of tendensen in de richting van een open structuur kunnen leiden tot een groter operationeel risico of belangenconflicten. Nieuwe fondstypen, die op complexere beleggingsstrategieën gebaseerd zijn, kunnen kenmerken hebben die niet goed worden begrepen door kleine beleggers. Ook de mogelijke implicaties van alternatieve beleggingsstrategieën voor de beleggersbescherming en de financiële stabiliteit blijven moeilijk in te schatten. Bovendien wedijveren substitutieproducten (zoals unit-linked producten of certificaten) met icbe's bij het aantrekken van besparingen op lange termijn. Voor deze producten gelden echter niet noodzakelijkerwijze evenwaardige vereisten op het gebied van de informatieverschaffing en de transparantie.

In het Groenboek wordt nagegaan in hoeverre het icbe-kader in deze veranderende omgeving zijn doelstellingen waarmaakt.

2. HOE OPTIMAAL GEBRUIK MAKEN VAN DE BESTAANDE WETGEVING?

2.1. Prioritaire maatregelen

In januari 2002 werd de oorspronkelijke Icbe-richtlijn op diverse essentiële punten gewijzigd. De Productrichtlijn zorgde voor een uitbreiding van het scala aan activa waarin een icbe kan beleggen. De Richtlijn Beheermaatschappijen verstrengde de organisatorische en kapitaalvereisten voor beheermaatschappijen. Deze richtlijn bood hun de gelegenheid voor bepaalde diensten een Europees paspoort te verkrijgen en voerde een nieuw document in voor de informatieverschaffing, namelijk het vereenvoudigd prospectus. Sinds de inwerkingtreding van beide richtlijnen in februari 2004 zijn er echter verschillen tussen de lidstaten aan het licht gekomen wat de interpretatie en tenuitvoerlegging van sommige van de gewijzigde bepalingen betreft. Fondsen stuiten daardoor nog steeds op moeilijkheden wanneer zij van het productpaspoort gebruik willen maken.

De voorbije maanden werd de grootste prioriteit gegeven aan de consolidatie van het icbe-paspoort en aan het verstrekken van meer richtsnoeren met betrekking tot de bescherming van de belegger. In dit opzicht wordt een cruciale bijdrage geleverd door de deskundigengroep beleggingsbeheer (Investment Management Expert Group) van het CEER. De samenwerking tussen en de inzet van de nationale toezichthouders, die opereren via het CEER³, zijn derhalve van essentieel belang om pragmatische oplossingen te vinden voor toepassingsproblemen.

Deze werkzaamheden zullen worden voortgezet, waarbij het accent zal worden gelegd op de volgende aspecten:

1. Wegnemen van de onzekerheid omtrent de erkenning van fondsen die tijdens de overgangperiode tussen Icbe I en Icbe III zijn opgericht. De CEER-richtsnoeren hebben bijgedragen tot het wegnemen van de onzekerheid omtrent de behandeling van fondsen met historische rechten. Het is dus uitermate belangrijk dat deze

³ Ingesteld bij Besluit 2001/527/EG van de Commissie van 6 juni 2001 (PB L 191 van 13.7.2001, blz. 43).

richtsnoeren nauwgezet worden toegepast, en wel op zodanige wijze dat de goede werking van het Europees paspoort wordt gegarandeerd.

2. Vereenvoudigen van de kennisgevingsprocedure voor fondsen die van het Europees paspoort gebruik maken: de inhoud, de complexiteit en de duur van de kennisgevingsprocedures variëren aanzienlijk van lidstaat tot lidstaat. De procedures moeten dan ook worden gestroomlijnd en er moet worden nagedacht over praktische mechanismen voor het oplossen van problemen binnen de bestaande verdeling van verantwoordelijkheden. Dit kan ook een verbetering van de samenwerking tussen de administraties vereisen om te vermijden dat de vergunning van de lidstaat van herkomst wordt betwist. Het CEER werkt reeds aan een consensus tussen de toezichthouders op dit gebied.
3. Bevorderen van de toepassing van de aanbevelingen van de Commissie betreffende het gebruik van derivaten en het vereenvoudigde prospectus: met deze aanbevelingen wordt met name beoogd tot betere normen op het gebied van het risicomanagement en tot een grotere transparantie van de vergoedingen te komen. Uit een eerste analyse op basis van het CEER-onderzoek blijkt dat op een paar uitzonderingen na alle nationale autoriteiten maatregelen hebben genomen om deze aanbevelingen toe te passen. Gezien het belang van deze kwesties zal de Commissie aandringen op het boeken van verdere vooruitgang op cruciale terreinen zoals de openbaarmaking van vergoedingen en kosten.
4. Verduidelijken van de definitie van de “activa” die door icbe’s kunnen worden verworven. Een van de hoekstenen van de icbe-wetgeving is dat dergelijke fondsen hoofdzakelijk in liquide financiële instrumenten moeten beleggen. Icbe III heeft ruimte gelaten voor uiteenlopende standpunten ten aanzien van de vraag of icbe’s bepaalde categorieën financiële instrumenten mogen verwerven. Overeenkomstig artikel 53 bis van de Productrichtlijn zal de Commissie begin 2006 komen met juridisch bindende verduidelijkingen ten aanzien van de activa die voor verwerving door icbe’s in aanmerking komen.

Vraag 1: Zullen de bovenbeschreven initiatieven voor voldoende rechtszekerheid zorgen bij de tenuitvoerlegging van de richtlijn?

Vraag 2: Zijn er nog andere aspecten in verband met de dagelijkse toepassing van de richtlijn die dringend moeten worden aangepakt?

2.2. Het bestaande kader beter benutten

Kan het bestaande wettelijke kader in de EU verder worden uitgebouwd om sommige van de belangrijkste structurele uitdagingen aan te pakken waarvoor de EU-sector van de beleggingsfondsen zich geplaatst ziet – met name versterken van het concurrentievermogen en inspelen op de veranderende vraag van de zijde van de beleggers? Op de hierna beschreven twee terreinen kunnen verdere werkzaamheden worden ontplooid op basis van het bestaande wettelijke kader.

2.2.1. Het paspoort van de beheermaatschappij

De mogelijkheid voor fondsbeheerders om icbe's in andere lidstaten op te richten en te beheren, wordt door sommige onderdelen van de sector gezien als de weg naar een grotere efficiëntie en specialisatie in portefeuillebeheer en fondsadministratie. De Richtlijn Beheermaatschappijen biedt deze mogelijkheid al voor icbe's met rechtspersoonlijkheid. Als gevolg van de gepercipieerde dubbelzinnigheden in en de onvolledigheid van de richtlijn is van deze mogelijkheid in de praktijk echter geen gebruik gemaakt. Zo is met name de bezorgdheid geuit dat de verdeling over twee verschillende rechtsgebieden van de verantwoordelijkheid voor het toezicht op het fonds enerzijds en op de beheerder ervan anderzijds afbreuk zou kunnen doen aan de effectiviteit van de risicocontroles en de beleggersbescherming. Alvorens verdere stappen in dit verband te ondernemen, wil de Commissie aanvullende informatie inwinnen over de mate waarin het Europees paspoort voor beheermaatschappijen belangrijke nieuwe commerciële mogelijkheden te bieden heeft en over de toezichtproblemen die daarbij rijzen. Op basis van de antwoorden op dit Groenboek zal de Commissie begin 2006 in haar follow-upverslag kenbaar maken of en hoe effect kan worden gegeven aan het Europees paspoort voor beheermaatschappijen.

Vraag 3: Zal een effectief Europees paspoort voor beheermaatschappijen significante aanvullende economische voordelen opleveren in vergelijking met delegatieregelingen? Gelieve de bronnen en de vermoedelijke omvang van de verwachte voordelen aan te geven.

Vraag 4: Zal de verdeling over twee verschillende rechtsgebieden van de verantwoordelijkheid voor het toezicht op de beheermaatschappij enerzijds en op het fonds anderzijds nieuwe operationele risico's of toezichtproblemen doen ontstaan? Gelieve aan te geven welke de oorzaken van deze problemen zijn en welke stappen moeten worden ondernomen om deze risico's doeltreffend te beheersen.

2.2.2. Distributie, verkoop en promotie van rechten van deelneming in fondsen

Er zijn ook voordelen te behalen indien meer duidelijkheid zou bestaan over de wijze waarop rechten van deelneming in icbe's aan individuele beleggers mogen worden aangeboden, verkocht of aangeprezen. Beleggers die met complexere producten worden geconfronteerd, hebben behoefte aan betere en gebruiksvriendelijke informatie over rendement en kosten. Er is meer nood aan advies met betrekking tot de vraag welke de meest geschikte en de best renderende producten zijn. Ook aan de aanbodzijde zijn veranderingen merkbaar. Zo stellen banken hun netwerken meer en meer open voor fondsen van andere partijen. Op deze manier kunnen zij zich beter concentreren op hun kernactiviteiten en cliënten aantrekken die op zoek zijn naar "het beste product op de markt". Ten slotte vormt de laatste schakel van de waardeketen, namelijk de distributie, een belangrijke kostenpost van de Europese sector van de beleggingsfondsen (en dan vooral van de grensoverschrijdende beleggingsfondsen). Concurrentie en transparantie bij de fondsdistributie kunnen derhalve heel goed in het voordeel van de eindbelegger uitpakken. Zo zou ook meer duidelijkheid moeten worden verschaft over de voorwaarden waaronder een product rechtmatig als een "garantiefonds" kan worden aangemerkt om het risico van misleidende verkoop tegen te gaan.

De onlangs aangenomen MiFID⁴ kan een nuttig instrumentarium aanreiken om duidelijkheid te verschaffen over de zorgplicht, de risicowaarschuwingen en de andere verplichtingen die een beleggingsonderneming verschuldigd is aan een cliënt die in een icbe overweegt te beleggen. De MiFID kan ook als grondslag dienen voor de vergroting van de transparantie van het distributieproces dankzij de daarin vervatte regels voor het beheer en de bekendmaking van belangenconflicten en de daarin gestelde eis van de “optimale uitvoering” van orders.

In een eerste fase zullen de diensten van de Commissie nader ingaan op het probleem waar de grens ligt tussen verkoop (van rechten van deelneming in icbe’s) en verkoop- of adviesdiensten die aan beleggers in fondsen worden aangeboden. In een tweede fase zal in het kader van een “gap analysis” worden nagegaan of de wetgeving van niveau 2 tot uitvoering van de gedragsregels en andere relevante bepalingen van de MiFID een voldoende en effectieve basis vormt voor de regeling van de intermediairactiviteiten met betrekking tot beleggingsfondsen. Daarmee zal evenwel moeten worden gewacht totdat deze regelgeving van niveau 2 in definitieve vorm is gegoten.

Vraag 5: Zullen grotere transparantie, vergelijkbaarheid en aandacht voor de behoeften van de belegger op het gebied van de fondsdistributie in wezenlijke mate bijdragen tot een betere werking van de Europese markt voor beleggingsfondsen en een hoger niveau van beleggersbescherming? Moet dit als een prioriteit worden aangemerkt?

Vraag 6: Zal een verduidelijking van de gedragsregels voor ondernemingen die rechten van deelneming in fondsen aan beleggers verkopen een significante bijdrage leveren tot de verwezenlijking van deze doelstelling? Moeten andere stappen (strengere eisen op het gebied van de informatieverschaffing) worden overwogen?

Vraag 7: Zijn er bijzondere, specifiek met fondsen samenhangende kwesties die niet aan de orde komen in het kader van de aan de gang zijnde werkzaamheden met het oog op de vaststelling van de gedetailleerde uitvoeringsmaatregelen van de MiFID-gedragsregels?

3. MOGELIJKE TOEKOMSTIGE AANVULLINGEN OP HET BESTAAND WETTELIJK KADER – UITDAGINGEN OP LANGE TERMIJN

De Europese sector van de beleggingsfondsen maakt thans ingrijpende structurele veranderingen door die blijvende gevolgen zullen hebben – voortdurende innovatie van beleggingsstrategieën en –producten, nieuwe bedrijfsmodellen, opkomst van gespecialiseerde dienstverleners, zich verder ontwikkelende distributiesystemen en kritischer beleggers. Europa moet ervoor zorgen dat het icbe-kader een betrouwbare grondslag vormt voor een succesvolle ontwikkeling van de sector van de beleggingsfondsen op langere termijn en tegelijkertijd een hoog niveau van beleggersbescherming biedt. Het regelgevingskader moet de sector in staat stellen aantrekkelijke en degelijk beheerde producten aan te bieden die met succes voor de interesse van de belegger kunnen wedijveren. In dit deel wordt aangegeven hoe het Europees wettelijk kader beter tot de verwezenlijking van deze doelstelling kan bijdragen: door een pan-Europees kader tot stand te brengen dat het mogelijk maakt kostenefficiënties en synergieën op grensoverschrijdende basis te verwezenlijken, door het

⁴ Richtlijn 2004/39/EG van 21 april 2004 (PB L 145 van 30.4.2004, blz. 1) betreffende markten voor financiële instrumenten.

beleggersvertrouwen te bevorderen, door onnodige concurrentievervalsingen tussen substitueerbare beleggingsproducten te vermijden en door de gezonde ontwikkeling van alternatieve intracommunautaire beleggingen aan te moedigen. Binnen het bestaande kader kan evenwel geen verdere vooruitgang in de richting van de realisatie van deze doelstellingen worden geboekt. In bepaalde gevallen zullen mogelijk verregaande aanpassingen of uitbreidingen van de bestaande icbe-wetgeving vereist zijn. De evaluatie van het icbe-kader biedt derhalve de gelegenheid om de aanzet te geven tot een gedachtewisseling over de vraag of en hoe op langere termijn binnen het wettelijk kader van de EU met sommige van deze algemenere kwesties rekening kan worden gehouden.

3.1. Naar een kostenefficiënte sector

Er bestaan te veel kleine fondsen, waardoor de EU-sector niet ten volle van schaalvoordelen kan profiteren.

1. Een grotere concentratie van de sector door middel van grensoverschrijdende fusies van fondsen wordt door de deskundigengroep vermogensbeheer en andere partijen aangemerkt als één van de mogelijke manieren om de kosten te verminderen en een hoger fondsrendement te behalen, al moet worden vastgesteld dat fondsbeheerders zelfs op nationaal niveau hun productaanbod maar langzaam rationaliseren. De Icbe-richtlijn staat grensoverschrijdende fusies van fondsen weliswaar niet in de weg, maar pakt evenmin veel van de praktische belemmeringen aan die moeten worden weggenomen om het aangaan van dergelijke fusies te vergemakkelijken. Sporadisch vinden weliswaar grensoverschrijdende fusies plaats, maar deze blijven zeer zeldzaam als gevolg van de moeilijkheden die worden veroorzaakt door uiteenlopende nationale vennootschapswetgevingen en belastingstelsels.
2. Het poolen van fondsen kan een alternatief vormen voor een concentratie van de sector: dit zou een collectief beheer of een collectieve administratie van juridisch gescheiden fondsgroepen mogelijk maken, hetzij door hun vermogen in een masterfonds onder te brengen ("master-feeder"-constructies), hetzij door gebruik te maken van informatietechnologie die het mogelijk maakt deze fondsen te beheren alsof het om één enkele fondsgroep gaat. Grensoverschrijdend poolen stuit echter niet alleen op dezelfde juridische, fiscale en toezichtbelemmeringen als die welke hierboven zijn genoemd, maar ook op grote technologische moeilijkheden.
3. Ook aanbieders van bewaarnemings- en bewaardiensten aan fondsen kunnen profijt trekken van een verdere rationalisering. De Icbe-richtlijn schrijft voor dat de beheermaatschappij en de bewaarder hun statutaire zetel in dezelfde lidstaat moeten hebben. In het verleden werden nabijheid en eenheid van toezicht immers van essentieel belang geacht voor een effectieve fondsadministratie en uitoefening van de taken van bewaarder en bewaarnemer. Recentelijk heeft een aantal belanghebbenden evenwel gepleit voor een grotere vrijheid wat de keuze van de bewaarder betreft. Zoals eerder door de Commissie is opgemerkt⁵, zullen de status, taken en verantwoordelijkheden van bewaarders echter verder moeten worden geharmoniseerd indien voor een dergelijke benadering wordt geopteerd. De comparatieve kosten en voordelen van dergelijke wijzigingen in het wettelijk kader

⁵ Mededeling COM(2004) 207 van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement van 30 maart 2004.

zullen derhalve nader moeten worden onderzocht – met name ten opzichte van wat kan worden verwezenlijkt via delegatie- en/of onderbewaarnemingsregelingen. De Commissie is voornemens na te gaan in hoeverre de verdeling over meerdere lidstaten van de verantwoordelijkheid voor het toezicht op het fonds enerzijds en op de bewaarder en bewaarnemer anderzijds gevolgen heeft voor een effectieve toezichtuitoefening en beleggersbescherming.

4. De Europese infrastructuur voor de verwerking van aankoop- en verkooporders (met betrekking tot rechten van deelneming in fondsen) is gefragmenteerd. Dit resulteert in hoge exploitatiekosten en operationele risico's over de hele transactiewaardeketen. De Commissie staat dan ook volledig achter de thans door de sector geleverde inspanningen ter verbetering van de organisatie van de fondsadministratie, met name wat grensoverschrijdende regelingen betreft. De eerste reactie van de Commissie is dat de sector terzake het voortouw moet blijven nemen: de EU-beleidsmakers mogen alleen bij het proces worden betrokken ingeval er sprake is van duidelijke coördinatieproblemen of onoverkomelijke barrières op regelgevings- of beleidsgebied.

Vraag 8: Zit er een commerciële of economische logica (nettovoordelen) achter grensoverschrijdende fusies van fondsen? Kunnen deze voordelen grotendeels worden gerealiseerd door middel van een rationalisering binnen de nationale grenzen?

Vraag 9: Kunnen de gewenste voordelen worden behaald door het poolen van fondsen?

Vraag 10: Volstaat mededinging op het niveau van het fondsbeheer en/of de fondsdistributie om ervoor te zorgen dat beleggers efficiënter worden gediend?

Vraag 11: Welke voor- en nadelen (commerciële of toezichtrisico's) zijn er verbonden aan de mogelijkheid om een bewaarder in een andere lidstaat te kiezen? Tot op welke hoogte maken delegatie- of andere regelingen een wetgevingsinitiatief terzake overbodig?

Vraag 12: Denkt u dat de onder impuls van de sector aan de gang zijnde standaardisering binnen een redelijk tijdsbestek vruchten zal afwerpen? Is een overheidsoptreden terzake vereist?

Zodra de antwoorden op dit Groenboek zijn bestudeerd, zal de Commissie een deskundigengroep oprichten om verder onderzoek te verrichten naar de voornaamste oorzaken van de bovenbeschreven inefficiënties in de EU-sector van de beleggingsfondsen. In het kader van deze werkzaamheden zal ook de haalbaarheid en effectiviteit van mogelijke stimuleringsmaatregelen worden nagegaan.

3.2. Handhaven van een hoog niveau van beleggersbescherming

De Icbе-richtlijn voorziet in diverse verdedigingslinies ter bescherming van de beleggers. Wat de beleggersbescherming betreft, zijn de resultaten tot dusver overigens bevredigend te noemen. Er doemen echter nieuwe risico's op. Bovendien is er sprake van veranderende marktverwachtingen. In het licht daarvan kan het aanbeveling verdienen een meeromvattender, risicogeorienteerde benadering van de beleggersbescherming te overwegen.

De herziene maatregelen ter bescherming van de belegger waarin Icbe III voorziet, moeten de tijd krijgen om hun degelijkheid te bewijzen. Het CEER zal tevens werk maken van de totstandbrenging van een consensus tussen de Europese toezichthouders ter zake van de voor icbe-beheerders geldende bepalingen betreffende de voorkoming van belangenconflicten en de beleggersbescherming, zoals gewijzigd bij de artikelen 5 septies en 5 nonies van Richtlijn 2001/107/EG. De Commissie vreest evenwel dat het hanteren van formele beleggingsbeperkingen ertoe zal leiden dat icbe's op langere termijn moeilijkheden zullen ondervinden om gelijke tred te houden met de financiële innovatie en de toenemende complexiteit van de distributiesystemen. Dit kan betekenen dat systematischer moet worden nagegaan welke de voornaamste risico's zijn die zich in elke schakel van de waardeketen van de sector van de beleggingsfondsen voordoen. Aangezien het de uitgesproken ambitie van de sector is om het beleggingsinstrument bij uitstek van de kleine belegger te worden, zal de Commissie er voortdurend naar streven de maatregelen ter bescherming van de belegger te versterken. De lopende werkzaamheden van het Permanent Comité van de IOSCO met betrekking tot beleggingsbeheer kunnen als uitgangspunt dienen voor een verdere gedachtewisseling over deze aangelegenheden in Europees verband.

Vraag 13: Kan men vooral op formele beleggingsbeperkingen blijven vertrouwen om een hoog niveau van beleggersbescherming te garanderen?

Vraag 14: Zijn de veiligheidsmaatregelen – op het niveau van de beheermaatschappij en de bewaarder – volgens u voldoende robuust om de opdoemende risico's op het gebied van het beheer en de administratie van icbe's te ondervangen? Welke andere maatregelen voor het handhaven van een hoog niveau van beleggersbescherming acht u wenselijk?

3.3. Concurrentie van substitutieproducten

Bij het voeren van de discussie over het Europees wettelijk kader voor icbe's is het ook belangrijk oog te hebben voor het bredere landschap van het vermogensbeheer. Icbe's wedijveren immers met tal van andere producten voor het aantrekken van spaargelden van Europese beleggers. Producten zoals unit-linked levensverzekeringen of sommige op maat gesneden producten vertonen bepaalde kenmerken van icbe's. Deze producten vallen evenwel onder een andere belastingregeling en een ander regelgevingskader. Bovendien worden zij via andere kanalen aan de man gebracht. In sommige lidstaten zijn dergelijke concurrerende producten wijdverbreid. De Commissie vreest dat het verschillende regelgevingskader tot verkeerde beleggingsbeslissingen kan leiden. Zij is van oordeel dat het voor de beleggers een stap achteruit zou betekenen mochten de informatieverplichtingen voor icbe's worden afgezwakt als gevolg van concurrentie op toezicht- en regelgevingsgebied.

Vraag 15: Zijn er gevallen van verkeerde beleggingskeuzes welke de bijzondere aandacht van Europese en/of nationale beleidsmakers verdienen?

3.4. Europese markt voor alternatieve beleggingen

De sector van de alternatieve beleggingen – waartoe de hefboomfondsen en de participatiefondsen behoren – heeft een vaste plaats verworven op de beleggingsmarkt. Deze sector biedt nieuwe diversificatievoordelen voor vermogensbeheerders, houdt de belofte in van hogere opbrengsten voor beleggers en kan de algemene marktliquiditeit vergroten. Alternatieve beleggingsstrategieën zijn echter complexer en kunnen grotere risico's voor de beleggers met zich brengen dan klassieke icbe's.

Alternatieve beleggingen

- Participatiefondsen (private equity funds) houden hun investeringen lange tijd in portefeuille, waarbij er sprake is van een actieve deelneming in het beheer ervan. Participatiefondsen worden echter met additionele fiscale complicaties geconfronteerd en de meeste fondsconstructies komen niet in aanmerking voor wederzijdse erkenning in de verschillende lidstaten.
- Hefboomfondsen (hedge funds) maken gebruik van een breed scala aan technieken en instrumenten (zoals short-selling of het hefboomeffect) die vaak niet mogen worden gehanteerd door collectieve beleggingsfondsen van meer traditionele aard. Hefboomfondsen kunnen een bron van tegenpartijrisico vormen voor financiële instellingen die leningen aan deze fondsen verstrekken. Hoewel hefboomfondsen vanwege hun vrij geringe omvang en hun beperkte gebruikmaking van het hefboomeffect (waarbij de gelopen risico's dan nog door zekerheden worden afgedekt) momenteel niet als een belangrijke bron van systeemrisico worden beschouwd, geven de snelle groei en het gebrek aan transparantie van deze fondsen aanleiding tot groeiende bezorgdheid omtrent het effect ervan op de markten. Momenteel concentreren de toezichthouders zich op de versterking van hun vermogen om in te schatten in hoeverre de sector van de hefboomfondsen als geheel een risico vormt voor het financiële stelsel.

Uiteenlopende nationale wetgevingen dragen het risico in zich van een fragmentatie van de regelgeving, hetgeen de ontwikkeling van deze activiteiten zou kunnen afremmen. Naarmate deze sector zich verder ontwikkelt, en met name naarmate Europese kleine beleggers meer voor alternatieve beleggingen gaan opteren, zal de behoefte aan een samenhangende en heldere Europese benadering van deze sector steeds groter worden.

Na de reacties op deze raadpleging onder de loep te hebben genomen, zal de Commissie een werkgroep in het leven roepen om te bestuderen of een gemeenschappelijke toezicht- en regelgevingsbenadering de verdere ontwikkeling van Europese markten voor hefboom- en participatiefondsen in de hand kan werken. Deze werkgroep zou ook kunnen onderzoeken welke soorten maatregelen het best kunnen bijdragen tot het opruimen van de belemmeringen die de grensoverschrijdende ontwikkeling van deze fondsen in de weg staan. In het kader van deze werkzaamheden zou onder meer kunnen worden nagegaan in hoeverre een gemeenschappelijke uitlegging van het begrip “onderhandse plaatsing” de grensoverschrijdende aanbidding van dergelijke fondsen aan gekwalificeerde beleggers kan vergemakkelijken.

Vraag 16: In hoeverre geeft de fragmentatie van de regelgeving aanleiding tot markttoegangproblemen die een gemeenschappelijke EU-benadering vereisen van a) participatiefondsen en b) hefboomfondsen of fondsen die in hefboomfondsen beleggen?

Vraag 17: Zijn er aan de activiteiten van participatiefondsen dan wel hefboomfondsen specifieke risico's (uit het oogpunt van de beleggersbescherming of de marktstabiliteit) verbonden die bijzondere aandacht verdienen?

Vraag 18: In hoeverre kan een gemeenschappelijke regeling voor onderhandse plaatsingen bijdragen tot het opruimen van de belemmeringen voor de grensoverschrijdende aanbidding van alternatieve beleggingen aan gekwalificeerde beleggers? Kan tot een dergelijke verduidelijking van de marketing- en verkoopprocedures worden overgegaan zonder dat flankerende maatregelen worden getroffen op het niveau van de fondsbeheerder?

3.5. Moet de icbe-wetgeving worden gemoderniseerd?

De ervaring heeft geleerd hoe moeilijk het is de icbe-wetgeving aan de veranderende marktrealiteit aan te passen en ervoor te zorgen dat deze wetgeving consequent wordt toegepast. De Icbе-richtlijn illustreert treffend welke de gevaren zijn van het willen regelen van zeer technische kwesties met behulp van EU-wetgeving van niveau 1. Sommige commentatoren, met inbegrip van het CEER, hebben aangedrongen op een herschikking van deze richtlijn langs de lijnen van de recente EU-effectenwetgeving – namelijk functionele en op beginselen gebaseerde wetgeving van niveau 1, aangevuld met gedetailleerde toepassingswetgeving en een intensievere samenwerking tussen toezichthouders (Lamfalussy-benadering). Een herschikking van de icbe-wetgeving in deze zin zou echter geen cosmetische aangelegenheid zijn: er zouden keuzes moeten worden gemaakt ten aanzien van de formulering van de overkoepelende beginselen die in de wetgeving van niveau 1 moeten worden opgenomen en ten aanzien van de reikwijdte en inhoud van de kwesties die bij volgens de comitéprocedure vast te stellen wetgeving moeten worden geregeld. Een dergelijke herschikking zou derhalve belangrijke materiële en institutionele gevolgen hebben. Zij dient bijgevolg zorgvuldig te worden voorbereid en een medebeslissingsprocedure te doorlopen. Mocht in de toekomst een consensus groeien omtrent de noodzaak van een wijziging van de icbe-wetgeving in deze zin, dan moet volgens de Commissie de gelegenheid worden aangegrepen om de richtlijn te herstructureren langs de lijnen van de Lamfalussy-benadering.

Vraag 19: Vormt de huidige, productgeoriënteerde en normatieve icbe-wetgeving op lange termijn een degelijke grondslag voor een eengemaakte Europese markt voor beleggingsfondsen waarop naar behoren toezicht wordt uitgeoefend? Onder welke voorwaarden en in welk stadium moet een overgang naar een op beginselen berustende en risicogeoriënteerde regelgeving worden overwogen?

4. CONCLUSIES

Icbe's fungeerden als katalysator voor het ontstaan van een florerende Europese sector van beleggingsfondsen. Dit werd in de hand gewerkt door de icbe-wetgeving – met haar productpaspoort en haar grote aandacht voor de kleine belegger. Ondanks deze positieve ontwikkelingen bestaat de indruk dat de icbe-wetgeving een aantal kansen heeft gemist en voor verbetering vatbaar is. In dit stadium is er echter geen dwingende reden voor een grondige herziening van de wetgeving. In plaats daarvan moet de nadruk worden gelegd op het optimaal benutten van de mogelijkheden die door het bestaand wettelijk kader worden geboden.

Gezien het strategische belang van de sector is een algemene bezinning nodig op de vraag in welke richting het EU-kader voor beleggingsfondsen zich in de toekomst moet ontwikkelen. Mochten sommige van de bovenbeschreven potentiële structurele problemen zich ook daadwerkelijk voordoen, dan zullen verregaande maatregelen moeten worden genomen om ervoor te zorgen dat de grote Europese sector van de beleggingsfondsen over de juiste instrumenten beschikt en dat de Europese beleggers een hoog niveau van bescherming genieten wanneer zij het volgende decennium binnentreden.

Bij het bepalen van de uiteindelijke follow-upmaatregelen zal rekening worden gehouden met de reacties op deze raadpleging, de resultaten van het regelmatige overleg met de belanghebbenden en de verdere voorbereidende werkzaamheden binnen de Commissie.

Begin 2006 zullen dan mogelijke maatregelen ter verbetering van het icbe-kader worden aangekondigd. Indien wetgevingsinitiatieven worden overwogen, zullen deze aan een uitgebreide raadpleging vooraf, een effectbeoordeling en een kosten-batenanalyse worden onderworpen.

Reacties op deze raadpleging kunnen uiterlijk tot 15 november 2005 worden gezonden naar het volgende e-mailadres: markt-consult-investmentfunds@cec.eu.int. Ontvangen reacties zullen op de website van de Commissie worden geplaatst, tenzij uitdrukkelijk wordt gevraagd dit niet te doen. In het kader van de follow-up van dit Groenboek zal de Commissie begin 2006 een feedbackverslag met een samenvatting van de bijdragen van de respondenten publiceren.

Verbeteren van het icbe-kader – Voorgestelde maatregelen

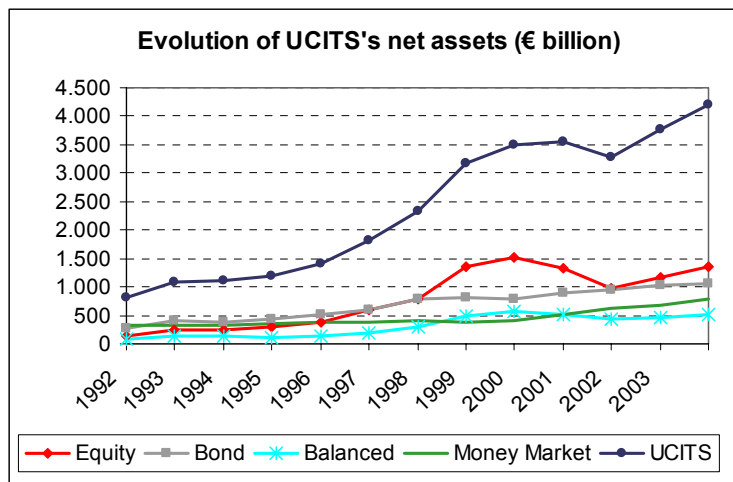
Onderwerp	Actie	Voorgestelde data
Evaluatieproces van de icbe-wetgeving	Raadplegingsproces Feedbackverslag over de openbare raadpleging; verklaring van de Commissie over follow-upacties	Juli/nov. 2005 Feb./maart 2006
1. Prioritaire acties		
Verduidelijken in welke activa icbe's mogen beleggen	Aanneming van uitvoeringswetgeving	Maart/april 2006
Aanbevelingen inzake derivaten en het vereenvoudigd prospectus	Publicatie van de definitieve evaluatie van de tenuitvoerlegging door de lidstaten (CEER en Commissie)	Najaar 2005
CEER-richtsnoeren over overgangsbepalingen	Tussentijds verslag over nationale tenuitvoerlegging	Najaar 2005
Kennisgevingsprocedures	CEER-richtsnoeren voor de kennisgevingprocedure	Najaar 2006
2. Voortbouwen op het bestaande kader		
Paspoort beheermaatschappij	Onderzoek naar de te vervullen voorwaarden om de effectieve werking van het paspoort voor beheermaatschappijen (met rechtspersoonlijkheid) te bevorderen	Begin 2006
Distributie, verkoop en promotie van rechten van deelneming in fondsen	Onderzoek naar de verhouding tussen de icbe-wetgeving en de MiFID "Gap analysis" van de MiFID-maatregelen van niveau 2	Begin 2006 Medio 2006
3. Uitdagingen op lange termijn		
Grensoverschrijdende fusies/poolen	Werk voor een forumgroep van deskundigen	Winter 2005 - zomer 2006
Beleggersbescherming	Analyse van de risico's en risicocontroles in de Europese sector van de beleggingsfondsen (CEER en Commissie): volgen van de IOSCO-werkzaamheden; uitvoeren en publiceren van studies door de Commissie	
Alternatieve beleggingen	Werk voor een forumgroep van deskundigen	Winter 2005 - zomer 2006

Annex:

OVERVIEW OF THE UCITS MARKET

UCITS legislation has provided the foundations for the development of a successful European fund industry. 20 years after the adoption of the original UCITS Directive, 28,830 UCITS funds manage €4 trillion representing over 70% of the assets under management by the EU investment fund industry as a whole. Assets managed by UCITS are growing rapidly (some 4 times over the last 10 years). This industry has a strong presence in all of the 'old' Member States and is gaining ground in many of the new Member States. In some Member States, over 20% of the adult population have invested in funds. UCITS also enjoy wide market recognition outside the EU (namely in Asia and South America).

UCITS enjoy wide market acceptance



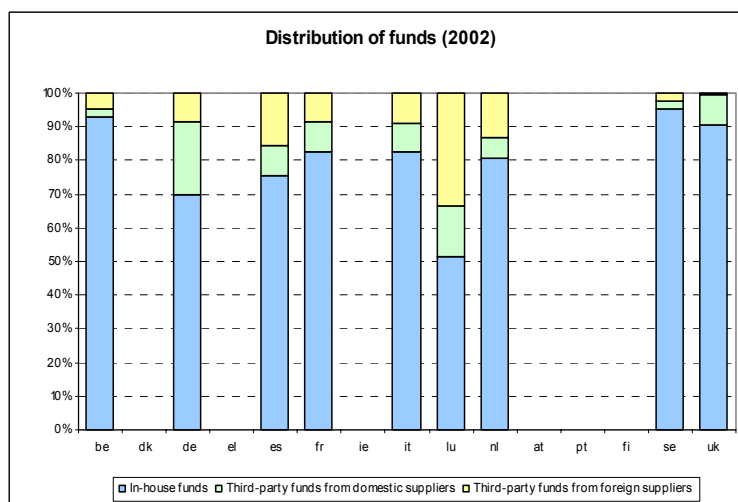
The UCITS Directive has proved an important first step towards integrated and competitive European markets for investment funds: it has been the catalyst for the growth of an industry which is increasingly investing and competing on a cross-border basis. At present, less than a fifth of all European UCITS (in terms of number of funds) are true cross-border funds in that they are sold in more than one country other than that of the sponsoring parent company. However, as shown in the table below, the number of cross-border funds has increased more rapidly than the total number of funds over the last years. Their assets under management are also growing at a fast pace: net sales of cross-border funds represented more than 60% of the total industry net inflows in 2004.

...with increasing cross-border penetration

	End-98	Mar 2001	End 2002	End 2003	Change (98-03)
X-border funds	2,287	3,260	3,750	4,529	98%
X-border notifications	11,338	22,791	26,966	26,030	130%
Total no. of funds	20,069	n.a.	28,459	28,149	40%
X-border/total funds	11%	n.a.	13%	16%	41%

Despite the increase in the number of notifications and the sales of cross-border funds, the market share in most host Member States is often small. Despite recent years' move towards open-architecture, the range of products on offer remains biased towards national providers. National distribution networks remain

dominated by local players. Most European third party funds (TPF) distributors are “semi-open” with 33% of them offering less than 5 TPF and only 6% putting in their list of products more than 49 TPF. In addition to this, 46% of fund distributors do not offer even one TPF. Consequently, competition is limited and investors do not necessarily have access to the best funds in the EU market.



Viewed from the perspective of overall market efficiency, the facilitation of cross-border fund offer has not yet delivered an optimally functioning European fund market. The number of funds is considerably higher than 10 years ago. This reflects the rapidity with which managers have reacted to new trends and the needs of increasingly demanding investors. For instance, products such as guaranteed funds have recently enlarged the range of investment opportunities for UCITS investors. The end-result is that the landscape remains dominated by funds of sub-optimal size which are on average 5 times smaller than their average US counterpart. Fund managers and administrators are not able to benefit fully from scale economies – reducing net returns to end-investors. Estimates indicated that if EU funds could attain US funds’ average size, annual cost savings of € 5bn could be achieved.

Lack of market integration translates into higher costs for investors.

From an investor protection perspective, there have not been notable financial scandals involving UCITS in Europe. UCITS has provided a solid underpinning for a well-regulated and generally well-managed industry. The investment limits, capital requirements, and organisational controls on asset segregation and safe-keeping, disclosure obligations or the oversight responsibility of depositaries introduced by the Directive have been important contributing factors.

No notable financial scandals so far...

Recent trends in European fund industry are changing the risk-features of the business. Changes in the organisation of the business, such as outsourcing of operational functions or moves towards open-architecture may entail increased operational risk or conflicts of interest. New fund-types, based on more complex or sophisticated investment strategies, may embody features that are not well-understood by retail investors. The possible implications of alternative investment strategies for investor protection and financial stability remain poorly understood. Furthermore, substitute products, such as unit-linked products or certificates, compete with UCITS for long-term savings. However, they are not necessarily subject to the same level of disclosure and transparency. This may call into

... but business is evolving and current trends may accentuate certain risks to investors.

question the levels of disclosure and investor protection promoted by UCITS.	
The accompanying Commission staff working document provides an extensive treatment of these issues. To further improve our understanding, the Commission is sponsoring further research to evaluate the degree of integration of European fund markets; to assess whether there are as yet unrealised efficiency gains that could be achieved through cross-border competition or a more rational pan-European organisation of the market; and to study evolutions in the risk-features of European asset management business.	