KOMISJA WSPÓLNOT EUROPEJSKICH

Bruksela, dnia 12.7.2005
COM(2005) 314 koncowy

ZIELONA KSIĘGA

W SPRAWIE USPRAWNIENIA RAM PRAWNYCH UE DLA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

{SEC(2005) 947}

(przedstawiony przez Komisję)

ZIELONA KSIĘGA

W SPRAWIE USPRAWNIENIA RAM PRAWNYCH UE DLA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Wprowadzenie

Wzrost sektora funduszy inwestycyjnych w ciągu dziesięciu lat sprawił, że stał się on istotnym uczestnikiem europejskich rynków kapitałowych. Fundusze inwestycyjne mobilizują oszczędności prywatne i angażują je w produktywne inwestycje. Europejski sektor funduszy obecnie zarządza aktywami o wartości 5 trylionów euro. Niniejsza zielona księga ocenia wpływ prawodawstwa europejskiego, które ustanowiono w celu wspierania rozwoju najpopularniejszego typu funduszy inwestycyjnych na rynku europejskim – przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS). Stanowią one ponad 70 % aktywów, którymi zarządza sektor funduszy.

Czym są fundusze UCITS?

Przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe – UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) – stanowią specjalnie utworzone portfele wspólnych inwestycji, przeznaczone wyłącznie do inwestowania aktywów pochodzących od inwestorów. Na mocy dyrektywy w sprawie funduszy UCITS [1] polityka inwestycyjna funduszy UCITS oraz podmioty nimi zarządzające podlegają zatwierdzeniu zgodnie ze szczególnymi wymogami. Celem prawodawstwa dotyczącego UCITS jest ustanowienie określonego poziomu ochrony inwestorów. Można to osiągnąć poprzez surowe limity inwestycyjne, wymogi kapitałowe i wymogi w zakresie ujawniania informacji oraz bezpieczne deponowanie aktywów i nadzór nad funduszami prowadzony przez niezależnego depozytariusza. Fundusze UCITS zatwierdzone w jednym Państwie Członkowskim korzystają z „paszportu"(jednorazowego dopuszczenia) umożliwiającego, po uprzednim zgłoszeniu, oferowanie udziałów inwestorom detalicznym w innych Państwach Członkowskich UE.

Wśród zainteresowanych stron istnieje przeświadczenie, że można by usprawnić działanie prawodawstwa dotyczącego UCITS. Nie pozwala ono na optymalizację pełnego potencjału sektora funduszy na poziomie ogólnoeuropejskim. Brak mu również elastyczności, koniecznej aby sprostać wyzwaniom szybko rozwijających się rynków finansowych. Jednak na obecnym etapie nie ma palącej potrzeby gruntownej weryfikacji prawodawstwa. W zamian, należy skupić się na wykorzystaniu możliwości, jakie dają bieżące ramy prawne. Zielona księga wskazuje zatem sposoby ułatwienia korzystnego rozwoju sektora funduszy w perspektywie krótko- i średnioterminowej, poprzez wykorzystanie istniejącego prawodawstwa, zapewniając przy tym wymagany wysoki poziom ochrony inwestorów. Załączona tabela podsumowuje rozważane obecnie kroki. Priorytety zakładane w ramach tych inicjatyw w najbliższych dwóch latach nie powinny jednak wykluczać rozważań dotyczących bardziej dalekosiężnych

[1] Dyrektywa 85/611/EWG z 20 grudnia 1985 r. (Dz.U. L 375 z 31.12.1985, str. 3) zmieniona m.in. dyrektywami 2001/107/WE („dyrektywa w sprawie spółek zarządzających") z 21 stycznia 2002 r. (Dz.U. L 41 z 13.2.2002, str. 20) oraz 2001/108/WE („dyrektywa produktowa") z 21 stycznia 2002 r. (Dz.U. L 41 z 13.2.2002, str. 35), zwanymi w tekście łącznie dyrektywami UCITS III.

działań, które mogą być niezbędne, aby zapewnić sprawne funkcjonowanie europejskiego sektora funduszy i wysoki poziom ochrony inwestorów.

Wyzwania społeczno-ekonomiczne sprawiły, że nadszedł czas na przegląd prawodawstwa. Unijne środowisko regulacyjne powinno pozwolić sektorowi funduszy na stworzenie dobrze administrowanych inwestycji zbiorowych o solidnej strukturze, które generują najwyższe z możliwych dochody odpowiadające możliwościom finansowym poszczególnych inwestorów oraz ich gotowości do podjęcia ryzyka, zapewniając przy tym wszelkie konieczne informacje pozwalające na ocenę ryzyka i kosztów. Strategiczne znaczenie ma istnienie zintegrowanych i sprawnie działających europejskich rynków funduszy inwestycyjnych: mogą one w znacznym stopniu przyczynić się do tworzenie odpowiedniego zabezpieczenia emerytalnego, angażowania oszczędności w zyskowne inwestycje i być siłą napędową solidnego ładu korporacyjnego.

Analiza przedstawiona w niniejszym dokumencie opiera się na sprawozdaniu grupy ekspertów w zakresie zarządzania aktywami, opublikowanym w maju 2004 r. oraz następujących po nim dyskusjach z Państwami Członkowskimi, członkami Komitetu Europejskich Organów Nadzoru Papierów Wartościowych (CESR) i uczestnikami rynku. Konsultacje te oraz szczegółowa analiza funkcjonowania prawodawstwa w zakresie funduszy UCITS podjęta przez służby Komisji[2] uwidoczniły szereg kwestii, które zdaniem Komisji pozwolą na szeroką debatę publiczną. Niniejsza zielona księga jest pierwszym wkładem Komisji do tej debaty.

1. OGÓLNA OCENA

Dyrektywa w sprawie funduszy UCITS była bez wątpienia istotnym krokiem na drodze ku utworzeniu zintegrowanych i konkurencyjnych europejskich rynków funduszy inwestycyjnych. 28 830 funduszy UCITS zarządza 4 trylionami euro. Fundusze UCITS cieszą się szerokim uznaniem na rynkach UE oraz poza jej granicami.

Wykorzystanie „paszportów" w odniesieniu do produktów funduszy UCITS w ciągu ostatnich 5 lat podwoiło się z nawiązką. 16 % funduszy UCITS stanowią prawdziwe fundusze transgraniczne, które przyciągają coraz większą liczbą inwestorów. Jednak transgraniczne fundusze UCITS dopiero zdobywają pozycję istotnych graczy na rynkach państw docelowych.

Z perspektywy ogólnej wydajności rynkowej potencjał tego sektora nie został jeszcze w pełni wykorzystany. Na rynku dominują fundusze o wielkości mniejszej niż optymalna. Fundusze europejskie są średnio 5 razy mniejsze niż ich statystyczne odpowiedniki w USA. W wyniku tego sektor funduszy nie może w pełni czerpać z korzyści płynących z ekonomii skali, co sprawia, że dochody netto inwestorów końcowych są zaniżone.

Pod względem ochrony inwestorów nie doszło do żadnych znacznych skandali finansowych z udziałem funduszy UCITS. UCITS stanowiły solidną podstawę dobrze uregulowanego sektora funduszy. Jednak najnowsze tendencje w sektorze zmieniają profil ryzyka funduszy. Podzlecanie funkcji operacyjnych lub tendencja do tworzenia otwartej struktury mogą wiązać się ze zwiększonym ryzykiem operacyjnym lub konfliktami interesów. Nowe typy funduszy,

[2] Opublikowana jako dokument roboczy służb Komisji.

oparte na bardziej złożonych strategiach inwestycyjnych, mogą zawierać elementy do końca niezrozumiałe dla inwestorów detalicznych. Inwestorzy nadal nie rozumieją możliwego wpływu strategii alternatywnych inwestycji na ochronę inwestorów oraz stabilność finansową. Ponadto produkty zastępcze, takie jak produkty lub świadectwa powiązane z jednostkami konkurują z funduszami UCITS o oszczędności długoterminowe. Jednak nie zawsze są one objęte analogicznymi wymogami w zakresie ujawniania lub przejrzystości informacji.

Zielona księga analizuje stopień, w jakim ramy prawne funduszy UCITS spełniają swoje cele w tym podlegającym ciągłym zmianom kontekście.

2. USPRAWNIANIE INSTNIEJĄCEGO PRAWODAWSTWA

2.1. Działania priorytetowe

W styczniu 2002 r. zmieniono kilka zasadniczych aspektów pierwotnej dyrektywy w sprawie funduszy UCITS. Na mocy dyrektywy produktowej rozszerzono szereg aktywów, w które mogą inwestować fundusze UCITS. Dyrektywa w sprawie spółki zarządzającej wzmocniła wymogi kapitałowe i organizacyjne obejmujące spółki zarządzające. Zezwoliła im na wydawanie „paszportu" na określone usługi oraz wprowadziła nowy dokument w zakresie ujawniania informacji - uproszczony prospekt. Od wejścia w życie tych dyrektyw w lutym 2004 r. pomiędzy Państwami Członkowskimi zaistniały rozbieżności w zakresie interpretacji i wdrażania niektórych zmienionych przepisów. Fundusze wciąż napotykają na trudności w korzystaniu z „paszportu" w odniesieniu do produktów.

W ostatnich miesiącach nadrzędnym priorytetem było skonsolidowanie „paszportu" dla funduszy UCITS oraz zapewnienie większej liczby wytycznych w odniesieniu do środków ochrony inwestorów. Zasadniczy wkład w tym zakresie wniosła grupa ekspertów ds. zarządzania inwestycyjnego CESR. Współpraca oraz zaangażowanie ze strony krajowych organów nadzorczych, za pośrednictwem CESR[3] jest kluczem do znalezienia pragmatycznych rozwiązań problemów związanych z wdrażaniem.

Prace te będą trwać nadal. Skupią się one na:

1. Wyeliminowaniu niepewności dotyczącej uznawania funduszy, związanej z przejściem z UCITS I na UCITS III.. Wytyczne CESR pomogły złagodzić niepewność związaną z traktowaniem „funduszy przyporządkowanych". Bardzo istotne jest precyzyjne wdrożenie tych wytycznych w sposób zapewniający sprawne działanie „paszportu".

2. Uproszczeniu procedury zgłaszania funduszy ubiegających się o „paszport": wśród Państw Członkowskich występują znaczne różnice w zakresie treści, złożoności i czasu trwania fazy zgłaszania. Należy usprawnić procedury i uwzględnić praktyczne mechanizmy rozwiązywania problemów objętych obecnym zakresem obowiązków. Może to wiązać się również z poprawą współpracy między administracjami krajowymi, aby uniknąć podważania ważności zezwoleń wydanych przez państwa

[3] Komitet utworzony decyzją Komisji 2001/527/WE z dnia 6 czerwca 2001 r. (Dz.U. L 191 z 13.7.2001, str. 43.)

pochodzenia. CESR rozpoczął już prace zmierzające ku stworzeniu zbieżności między organami regulacyjnymi w tej dziedzinie.

3. Wspieraniu wdrażania zaleceń Komisji w sprawie stosowania instrumentów pochodnych i uproszczonego prospektu: celem ich jest znaczna poprawa standardów zarządzania ryzykiem oraz przejrzystości prowizji. Ze wstępnej analizy opartej na przeglądzie CESR wynika, że z odosobnionymi wyjątkami, władze Państw Członkowskich przeszły do wdrażania wytycznych. Uwzględniając wagę tych kwestii, Komisja będzie apelować o dalsze postępy w zakresie kluczowych zagadnień, takich jak ujawnianie prowizji i opłat.

4. Uściśleniu definicji „aktywów", które mogą nabywać fundusze UCITS. Jedną z podstaw prawodawstwa w zakresie funduszy UCITS jest zasada, że fundusze powinny inwestować przede wszystkim w płynne instrumenty finansowe. Dyrektywy UCITS III pozwalają na pewną dowolność interpretacyjną dotyczącą tego, czy określone kategorie instrumentów finansowych mogą być nabywane przez fundusze UCITS. Komisja ukończy prawnie wiążące wyjaśnienia kryteriów uznawalności aktywów, zgodnie z art. 53a dyrektywy, na początku roku 2006.

P1: Czy powyższe inicjatywy wprowadzą wystarczającą pewność prawną we wdrażaniu dyrektywy?

P2: Czy istnieją inne obawy związane z codziennymi zagadnieniami wdrażania dyrektywy, którymi należy się zająć w pierwszej kolejności?

2.2. Lepsze wykorzystanie bieżących ram prawnych

Czy obowiązujące ramy prawne UE można dalej rozwijać, aby pozwoliły one stawić czoła głównym wyzwaniom strukturalnym zagrażającym europejskiemu sektorowi funduszy, a mianowicie poprawić konkurencyjność sektora i dostosować go do zmiennego popytu wśród inwestorów? Określono dwa obszary, na których można by podjąć dalsze prace na podstawie istniejących ram prawnych.

2.2.1. „Paszport" spółek zarządzających

Niektórzy przedstawiciele sektora postrzegają przysługującą podmiotom zarządzającym funduszami możliwość zakładania i prowadzenia działalności funduszy UCITS mających siedzibę w innym Państwie Członkowskim jako drogę do osiągnięcia większej wydajności oraz specjalizacji w zarządzaniu portfelami i administracji funduszy. Taka możliwość została wymieniona w dyrektywie w sprawie spółki zarządzającej w odniesieniu do funduszy UCITS będących dużymi podmiotami gospodarczymi. Jednak z powodu dwuznaczności i niepełnego charakteru dyrektywy, nie można korzystać z tych możliwości. Wyrażone obawy dotyczyły przede wszystkim objęcia nadzoru nad funduszem i podmiotu nim zarządzającego dwoma odrębnymi jurysdykcjami, co mogłoby osłabić skuteczność mechanizmów kontroli ryzyka i ochrony inwestorów. Zanim Komisja podejmie dalsze kroki w tym kierunku, zamierza ona zgromadzić dalsze dowody dotyczące stopnia, w jakim „paszport" spółki zarządzającej może otworzyć przed nią istotne dodatkowe możliwości handlowe oraz określić związane z tym obawy dotyczące nadzoru. Na podstawie odpowiedzi na niniejszą zieloną księgę Komisja określi, wydając na początku 2006 r. sprawozdanie uzupełniające, czy i w jaki sposób wdrożyć „paszport" spółki zarządzającej.

P3: Czy w porównaniu z przepisami regulującymi zasady przedstawicielstwa skutecznie funkcjonujący „paszport" spółki zarządzającej mógłby przynieść istotne dodatkowe korzyści gospodarcze? Proszę wskazać źródła i prawdopodobny rozmiar spodziewanych korzyści.

P4: Czy podział odpowiedzialności za nadzór nad spółką zarządzającą i nad funduszem i objęcie ich odrębnymi jurysdykcjami może przyczynić się do powstania dodatkowego ryzyka operacyjnego lub obaw związanych z nadzorem? Proszę opisać źródła problemu i kroki, które należałoby podjąć, aby skutecznie zarządzać tego rodzaju ryzykiem.

2.2.2. Dystrybucja, sprzedaż i promocja funduszy

Drugim obszarem, na który pozytywnie mogłoby wpłynąć wyjaśnienie kryteriów jest sposób oferowania, sprzedaży lub promocji funduszy UCITS wśród inwestorów indywidualnych. Inwestorom skonfrontowanym z bardziej skomplikowanymi produktami potrzebne jest lepsze i bardziej zrozumiałe ujawnianie wyników funduszy i opłat. Istnieje rosnące zapotrzebowanie na doradztwo dotyczące najlepiej dopasowanych produktów o najlepszych wynikach. Widać również zmiany po stronie podaży. Banki stopniowo otwierają swoje sieci na fundusze stron trzecich. Pozwala im to skoncentrować się na działalności zasadniczej i przyciągnięciu klientów szukających „najlepszego produktu na rynku". Ponadto dystrybucyjny koniec łańcucha wartości stanowi znaczne źródło powstawania kosztów w europejskim sektorze funduszy (zwłaszcza w kontekście transgranicznym). Konkurencja i przejrzystość w dystrybucji funduszy mogłyby przynieść korzyść interesom inwestora końcowego. Należy na przykład uściślić warunki, na jakich fundusz ma prawo do uprawnionego posługiwania się określeniem „fundusz gwarantowany", aby uniknąć ryzyka nieuprawnionej sprzedaży.

Niedawno przyjęta dyrektywa RIF[4] może stanowić użyteczny instrument pozwalający na uściślenie wszystkich obowiązków ostrożnościowych, ostrzeżeń o ryzyku lub innych powinności firmy inwestycyjnej wobec klienta rozważającego inwestycję w fundusz UCITS. Dyrektywa RIF mogłaby również służyć jako podstawa poprawy przejrzystości procesu dystrybucyjnego, poprzez zawarte w niej zasady w zakresie zarządzania konfliktami interesów i ujawniania informacji o nich oraz w zakresie „dokładania wszelkiej staranności przy wykonywaniu zleceń klientów".

W pierwszej fazie służby Komisji przeanalizują granicę pomiędzy wprowadzaniem do obrotu (funduszy UCITS) a usługami w zakresie sprzedaży/doradztwa zapewnianymi inwestującym w fundusze. W drugiej fazie przeprowadzona zostanie „analiza luk", która zbada czy prawodawstwo na poziomie drugim, wdrażające zasady prowadzenia działalności oraz inne stosowne przepisy dyrektywy RIF stanowią odpowiednią i skuteczną podstawę dla działalności w zakresie pośrednictwa w zakresie funduszy inwestycyjnych. Na to trzeba będzie jednak poczekać do czasu sfinalizowania przepisów na poziomie drugim.

P5: Czy większa przejrzystość, porównywalność i uwaga poświęcana potrzebom inwestorów w ramach dystrybucji funduszy przyczyni się do znacznego polepszenia funkcjonowania europejskich rynków funduszy inwestycyjnych oraz poziomu ochrony inwestorów? Czy powinno to stanowić priorytet?

P6: Czy uściślenie zasad „prowadzenia działalności" obowiązujących firmy prowadzące handel detaliczny funduszami na rzecz inwestorów przyczyni się w znacznym stopniu do

[4] Dyrektywa 2004/39/WE z 21 kwietnia 2004 r. (Dz.U. L 145 z 30.4.2004, str. 1) w sprawie rynków instrumentów finansowych

osiągnięcia tego celu? Czy należy rozważyć podjęcie innych kroków (rozszerzenie zakresu ujawniania informacji)?

P7: Czy istnieją szczególne kwestie związane z funduszami, które nie są przedmiotem bieżących prac nad szczegółowym wdrożeniem zasad prowadzenia działalności w ramach dyrektywy RIF?

3. KWESTIE WYKRACZAJĄCE POZA ISTNIEJĄCE RAMY LEGISLACYJNE – WYZWANIA DŁUGOTERMINOWE

Europejski sektor funduszy przechodzi głębokie zmiany strukturalne, które pozostawią po sobie trwałe konsekwencje – ustawiczne innowacje w obszarze strategii i produktów inwestycyjnych, nowe formy modeli działalności gospodarczej, powstanie wyspecjalizowanych usługodawców, ciągle zmieniające się systemy dystrybucyjne, bardziej wymagający inwestorzy. Europa musi zapewnić ramy prawne funduszy UCITS, które będą stanowić prawdziwą podstawę udanego rozwoju sektora funduszy w perspektywie długoterminowej, gwarantując przy tym wysoki poziom ochrony inwestorów. Środowisko regulacyjne powinno umożliwić sektorowi oferowanie atrakcyjnych i solidnie zarządzanych produktów, które mogą z sukcesem rywalizować o stałe zainteresowanie inwestorów. Następująca sekcja omawia sposoby, w jakie europejskie ramy legislacyjne mogą przyczynić się do osiągnięcia tego celu: poprzez utworzenie europejskich ram prawnych w celu wykorzystania transgranicznych oszczędności w zakresie kosztów i synergii; poprzez utrzymywanie zaufania inwestorów; poprzez unikanie zbędnych zakłóceń konkurencji pomiędzy zastępczymi produktami inwestycyjnymi, poprzez wspieranie zdrowego rozwoju alternatywnych inwestycji typu na terenie UE. Jednak dalszych postępów w zakresie wymienionych celów nie da się osiągnąć w ramach istniejących ram. W niektórych przypadkach wymagać będą one daleko idących korekt lub rozszerzeń istniejącego prawodawstwa w zakresie funduszy UCITS. Dlatego też przegląd przepisów pod kątem funduszy UCITS jest okazją do rozpoczęcia analizy, czy i w jaki sposób należy uwzględnić niektóre z tych pojemnych kwestii w ramach legislacyjnych UE w perspektywie długoterminowej.

3.1. Tworzenie oszczędnego sektora

Istnienie zbyt wielu małych funduszy nie pozwala europejskiemu sektorowi funduszy na czerpanie korzyści z ekonomii skali.

5. Grupa ekspertów w zakresie zarządzania aktywami oraz inne organy określiły większą konsolidację poprzez transgraniczne fuzje funduszy jako sposób na obniżenie kosztów oraz poprawę wyników funduszy, mimo że podmioty zarządzające funduszami z opóźnieniem racjonalizowały ofertę produktową, nawet na poziomie krajowym. Dyrektywa w sprawie funduszy UCITS nie zapobiega transgranicznym fuzjom funduszy, nie likwiduje ona jednak również wielu praktycznych przeszkód, które trzeba będzie pokonać, aby ułatwić tego rodzaju fuzje. Obecnie zachodzą odosobnione przypadki transgranicznych fuzji funduszy, ale w związku z trudnościami wynikającymi z rozbieżnych systemów prawa spółek i systemów podatkowych, są one bardzo rzadkie.

6. Alternatywnym sposobem konsolidacji sektora może być łączenie funduszy (*pooling*): pozwoliłoby to na zbiorowe zarządzanie i/lub administrowanie prawnie

odrębnymi funduszami poprzez wprowadzanie ich aktywów do funduszu podstawowego (*master fund*) (por. struktury *master-feeder* (fundusz podstawowy - fundusz zależny)) lub poprzez stosowanie rozwiązań informatycznych które pozwoliłyby na zarządzanie nimi tak, jakby stanowiły one jeden fundusz. Jednak transgraniczne łączenie funduszy ograniczone jest przeszkodami prawnymi, dotyczącymi nadzoru, i przeszkodami podatkowymi, którym towarzyszą znaczne wyzwania techniczne.

7. Dzięki dalszej racjonalizacji zyskać mogą również usługi powiernicze i usługi w zakresie deponowania funduszy. Dyrektywa w sprawie funduszy UCITS wymaga, aby spółka zarządzająca i depozytariusz mieściły się w tym samym Państwie Członkowskim. W przeszłości uznawano bliskość geograficzną i zintegrowany nadzór za kluczowe w zapewnianiu skutecznego działania administracji funduszy, ich deponowania i powiernictwa. Od pewnego czasu szereg grup interesu popiera większą swobodę wyboru depozytariusza. Jak wcześniej zauważyła Komisja[5], ten kierunek rozwoju wymagać będzie dalszej harmonizacji statusu, misji i obowiązków wymienionych uczestników rynku. Porównywalne koszty i zyski wynikające ze zmian ram legislacyjnych wymagają dalszej analizy – muszą zostać porównane również z wynikami, które osiągnąć można poprzez uregulowania dotyczące zasad przedstawicielstwa i/lub obsługi powierniczej. Komisja proponuje zbadanie wpływu na skuteczny nadzór i ochronę inwestorów wynikającego z podziału odpowiedzialności za nadzór nad funduszem i za funkcje depozytową oraz powierniczą między różne Państwa Członkowskie.

8. Europejska infrastruktura przetwarzania zleceń subskrypcji/wykupu (jednostek funduszu) jest rozdrobniona. Skutkiem tego są wysokie koszty operacyjne i ryzyko operacyjne w łańcuchu wartości transakcji. Komisja zdecydowanie popiera trwałe wysiłki sektora w celu poprawy organizacji administracji funduszy, szczególnie w odniesieniu do uregulowań transgranicznych. Komisja pierwotnie chciała, aby sektor nadal przewodził pracom w tym zakresie. Twórcy prawa UE powinni zostać zaangażowani w ten proces dopiero w przypadku wyraźnych problemów z „koordynacją" lub nieprzekraczalnych barier regulacyjnych lub dotyczących polityki.

P8: Czy istnieje komercyjne lub gospodarcze uzasadnienie (korzyści netto) przemawiające za transgranicznymi fuzjami funduszy? Czy korzyści te można w znacznym stopniu osiągnąć dzięki racjonalizacji w granicach poszczególnych państw?

P9: Czy pożądane korzyści można osiągnąć poprzez łączenie (*pooling*)?

P10: Czy na poziomie zarządzania funduszami i/lub ich dystrybucji istnieje wystarczająca konkurencja pozwalająca inwestorom na korzystanie z większej wydajności?

P11: Jakie są wady i zalety (ryzyko nadzorcze lub ryzyko komercyjne) wynikające z możliwości wyboru depozytariusza w innym Państwie Członkowskim? W jakim stopniu uregulowania w zakresie przedstawicielstwa oraz inne uregulowania zapobiegają potrzebie działań legislacyjnych w tych kwestiach?

[5] Komunikat COM (2004)207 Komisji do Rady i Parlamentu Europejskiego z dnia 30 marca 2004 r.

P12: Czy uważają Państwo że nieustanna standaryzacja inicjowana przez sektor przyniesie owoce w rozsądnej perspektywie czasowej? Czy istnieje potrzeba zaangażowania sektora publicznego?

Po uwzględnieniu odpowiedzi na niniejszą zieloną księgę Komisja powoła grupę ekspertów, która będzie prowadzić dalsze badania zidentyfikowanych powyżej głównych źródeł braku wydajności w sektorze funduszy UE. Prace te uwzględnią również wykonalność i skuteczność potencjalnych środków wprowadzających ułatwienia.

3.2. Utrzymywanie wysokiego poziomu ochrony inwestorów

Dyrektywa w sprawie funduszy UCITS ustanawia szereg „linii obrony" pozwalających na ochronę inwestorów. Dotychczasowy bilans w zakresie ochrony inwestorów jest zadawalający. Jednak pojawiają się nowe rodzaje ryzyka i zmieniają się oczekiwania rynku. Zaistnieć może potrzeba uwzględnienia bardziej kompleksowego podejścia do ochrony inwestorów opartego na ryzyku.

Zmienionym środkom ochrony inwestorów, ustanowionym w dyrektywach UCITS III, trzeba dać szansę na sprawdzenie się. CESR będzie prowadzić prace mające na celu doprowadzenie do zbieżności między europejskimi organami regulacyjnymi w zakresie zapobiegania konfliktom interesów oraz środków ochrony inwestorów dla podmiotów zarządzających funduszami UCITS, zgodnie ze zmianami wprowadzonymi na mocy art. 5f i 5h dyrektywy 2001/107/WE. Komisja uważa jednak, że opierając się o formalne limity inwestycyjne, fundusze UCITS mogą w perspektywie długoterminowej mieć trudności z dotrzymaniem kroku innowacjom finansowym i bardziej skomplikowanym systemom dystrybucji. Może to wiązać się z podjęciem bardziej systematycznych ocen głównych rodzajów ryzyka związanych z każdym odcinkiem łańcucha wartości sektora funduszy. Uwzględniając zgłoszoną przez sektor ambicję stania się narzędziem inwestycyjnym najczęściej wybieranym przez inwestorów detalicznych, Komisja będzie prowadzić dalsze prace nad wzmocnieniem środków ochrony inwestorów. Ustawiczne prace stałego komitetu ds. zarządzania inwestycyjnego Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO) mogą być punktem wyjścia dalszych analiz tych kwestii w kontekście europejskim.

P13: Czy zdawanie się na formalne limity inwestycyjne jest przejawem zrównoważonego podejścia pozwalającego na zapewnienie wysokiego poziomu ochrony inwestorów?

P14: Czy uważają Państwo że środki ochrony – na poziomie spółki zarządzającej i depozytariusza – są wystarczająco niezawodne, aby złagodzić przyszłe rodzaje ryzyka związane z zarządzeniem i administracją funduszy UCITS? Jakie inne środki pozwalające na utrzymanie wysokiego poziomu ochrony inwestorów uważają Państwo za stosowne?

3.3. Konkurencja ze strony produktów zastępczych

Wraz z rozwojem debaty na temat europejskich ram legislacyjnych dla funduszy UCITS należy uwzględnić szerszą perspektywę zarządzania aktywami. Fundusze UCITS konkurują z wieloma innymi produktami w walce o prywatne oszczędności europejskich inwestorów. Produkty, takie jak ubezpieczenia na życie związane z jednostkami lub niektóre produkty o określonej strukturze naśladują niektóre cechy funduszy UCITS. Są one jednak objęte innym traktowaniem regulacyjnym i podatkowym i są sprzedawane za pomocą innych kanałów dystrybucji. W niektórych Państwach Członkowskich te konkurencyjne produkty cieszą się dużą popularnością. Komisja obawia się, że różnice pomiędzy sposobami traktowania

regulacyjnego mogą zaburzyć decyzje inwestorów. Komisja jest zdania, że dla inwestorów krokiem wstecz byłoby złagodzenie wymogów w zakresie ujawniania danych dotyczących funduszy UCITS, wynikające z konkurencji regulacyjnej.

P15: Czy znane są Państwu przypadki, których wynikiem było zakłócenie wyboru inwestorów i którymi powinien zainteresować się prawodawca europejski i/lub krajowy

3.4. Europejski rynek inwestycji alternatywnych

Na dobre zadomowił się już sektor inwestycji alternatywnych, obejmujący fundusze zabezpieczające (*hedge funds*) i fundusze kapitału prywatnego (*private equity funds*). Dają one podmiotom zarządzającym aktywami nowe korzyści wynikające z dywersyfikacji, przyciągają inwestorów obietnicą wyższych zysków i mogą podwyższyć ogólną płynność rynku. Jednak strategie alternatywnych inwestycji są bardziej skomplikowane i mogą wiązać się z wyższym ryzykiem inwestorskim niż główne fundusze UCITS.

Inwestycje alternatywne

- Fundusze kapitału prywatnego wiążą się z długoterminowym zaangażowaniem w inwestycje wymagające aktywnego udziału w zarządzaniu nimi. Jednak z funduszami kapitału prywatnego związane są dodatkowe komplikacje podatkowe, a większość struktur funduszy nie jest wzajemnie uznawana w różnych Państwach Członkowskich.

- Fundusze zabezpieczające wykorzystują szeroki przekrój technik i instrumentów (takich jak krótka sprzedaż lub dźwignia finansowa) często niedostępnych bardziej tradycyjnym formom zbiorowych programów inwestycyjnych. Fundusze zabezpieczające mogą stanowić źródło ryzyka kontrahenta dla instytucji finansowych, które udzieliły im pożyczki. Choć obecnie nie są one postrzegane jako istotne źródło ryzyka systemowego z powodu ich stosunkowo niewielkich rozmiarów i ograniczonego, zabezpieczonego korzystania z dźwigni finansowej, ich szybki wzrost i postrzegany brak przejrzystości leżą u podstaw rosnącego niepokoju dotyczącego ich wpływu na rynki. Regulatorzy obecnie skupiają się na wzmocnieniu możliwości oceny skumulowanych ekspozycji systemu finansowego wobec funduszy zabezpieczających.

Rozbieżne systemy krajowe wiążą się z ryzykiem rozdrobnienia regulacyjnego, które mogłoby utrudnić rozwój tych podmiotów gospodarczych. Wraz z rozwojem sektora i zwłaszcza jeżeli europejscy inwestorzy detaliczni będą chętniej wybierać inwestycji alternatywne, wzrośnie potrzeba spójnego i uzasadnionego europejskiego podejścia do tego sektora.

Uwzględniając odpowiedzi w ramach niniejszej konsultacji Komisja powoła grupę roboczą, która zbada czy wspólne podejście regulacyjne może ułatwić dalszy rozwój rynków europejskich w celu objęcia funduszy zabezpieczających i funduszy kapitału prywatnego. Grupa ta mogłaby przeanalizować również typy działań, które mogłyby w największym stopniu przyczynić się do pokonania barier dla transgranicznego rozwoju tych funduszy. Prace grupy mogłyby objąć m. in. stopień w jakim wspólne rozumienie „prywatnego plasowania" mogłoby ułatwić transgraniczną ofertę dla inwestorów kwalifikowanych.

P16: W jakim stopniu problemy rozdrobnienia regulacyjnego przyczyniają się do powstania problemów z dostępem do rynku, które mogą wymagać wspólnego podejścia UE do a)

funduszy kapitału prywatnego; b) funduszy zabezpieczających i funduszy funduszy zabezpieczających?

P17: Czy istnieją szczególne rodzaje ryzyka (z perspektywy ochrony inwestorów lub stabilności rynku) związane z działalnością funduszy kapitału prywatnego lub funduszy zabezpieczających, które wymagają szczególnej uwagi?

P18: W jakim stopniu wspólny system prywatnego plasowania pomógłby pokonać przeszkody w kontekście transgranicznego oferowania inwestycji alternatywnych inwestorom kwalifikowanym? Czy uściślenie procesu wprowadzania do obrotu i sprzedaży może zostać przeprowadzone niezależnie od środków towarzyszących na poziomie podmiotu zarządzającego funduszem itp.?

3.5. Modernizacja prawa w zakresie funduszy UCITS?

Doświadczenie ujawniło trudności napotykane podczas dostosowywania przepisów w zakresie funduszy UCITS do zmieniających się warunków rynkowych oraz trudności związane z zapewnianiem jednolitego ich wdrażania. Dyrektywa w sprawie funduszy UCITS potwierdza niebezpieczeństwa prób regulowania kwestii wysoce technicznych za pomocą prawodawstwa UE pierwotnego. Niektórzy komentatorzy, w tym CESR, apelowali o przekształcenie dyrektywy zgodnie z przepisami ostatnio uchwalonego prawodawstwa UE w zakresie papierów wartościowych – mianowicie funkcjonalnego i opartego na określonych zasadach prawodawstwa pierwotnego, uzupełnionego o miejsce na szczegółowe przepisy wykonawcze i wzmocnioną współpracę w ramach nadzoru (podejście Lamfalussy'ego). Jednak przekształcenie prawodawstwa w zakresie funduszy UCITS w opisany sposób nie byłoby jedynie zabiegiem kosmetycznym: wiązałoby się z dokonaniem wyborów, czy tworzenie projektu kompleksowych zasad ma zostać utrzymane w prawodawstwie pierwotnym i czy zakres i treść decyzji mają być określane za pomocą prawa opartego na komitologii. Wiązałoby się to z konsekwencjami materialnymi i instytucjonalnymi. Należałoby przeprowadzić pieczołowite przygotowania i pełną procedurę współdecydowania. Jeżeli te poglądy wykrystalizują się w przyszłości w związku z koniecznością wprowadzenia takich zmian do prawodawstwa w zakresie funduszy UCITS, Komisja jest zdania, że należałoby skorzystać z okazji i przeprowadzić restrukturyzację dyrektywy zgodnie z założeniami podejścia Lamfalussy'ego.

P19: Czy obecne prawo preskryptywne w zakresie funduszy UCITS oparte o typy produktów stanowi odpowiednią długoterminową podstawę dobrze nadzorowanego i zintegrowanego europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych? Na jakich warunkach lub na jakim etapie należy rozważyć przejście do uregulowań opartych na zasadach i ryzyku?

4. WNIOSKI

Dyrektywa w sprawie funduszy UCITS stanowi punkt wyjścia pozwalający na powstanie odnoszącego sukcesy europejskiego sektora funduszy. Przyczyniło się do tego prawodawstwo w zakresie funduszy UCITS, dzięki wprowadzeniu „paszportu" w odniesieniu do produktów i silnemu etosowi inwestorów detalicznych. Pomimo tych wydarzeń panuje przekonanie, że fundusze UCITS nie skorzystały z wielu szans i wymagają ulepszeń. Jednak na obecnym etapie nie ma palącej potrzeby gruntownej weryfikacji prawodawstwa. W zamian, należy skupić się na wykorzystaniu możliwości, jakie dają bieżące ramy prawne.

Z uwagi na strategiczne znaczenie tego sektora potrzeba szeroko zakrojonej refleksji na temat przyszłego kierunku europejskich ram funduszy inwestycyjnych. Jeżeli część z przedstawionych powyżej obaw sprawdzi się, trzeba będzie podjąć daleko idące działania, aby zapewnić wielkiemu europejskiemu sektorowi funduszy odpowiednie instrumenty, a europejskim inwestorom wysoki poziom ochrony na początku przyszłego dziesięciolecia.

Przy ustalaniu dalszych działań uwzględnione zostaną odpowiedzi udzielone w ramach niniejszej konsultacji, regularnie prowadzone dyskusje z odpowiednimi stronami zainteresowanymi oraz dalsze prace przygotowawcze Komisji. Planowane środki w ramach usprawnienia ram prawnych funduszy UCITS zostaną ogłoszone na początku 2006 r. W zakresie, w jakim rozważane będą działania legislacyjne, zostaną one poddane szerokim konsultacjom *ex ante*, ocenie wpływu oraz ocenie efektywności pod względem kosztów.

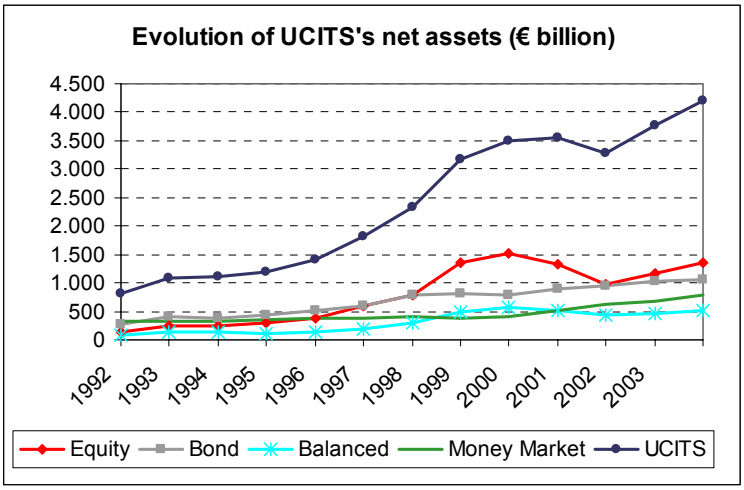
Odpowiedzi w ramach niniejszej konsultacji należy przesłać do dnia 15 listopada 2005 r. na następujący adres poczty elektronicznej: markt-consult-investmentfunds@cec.eu.int Uwagi te zostaną opublikowane na stronie internetowej Komisji, chyba że autor wyraźnie poprosi o nieupublicznianie jego opinii. W ramach dalszych działań podejmowanych w odniesieniu do niniejszej zielonej księgi Komisja opublikuje na początku 2006 r. sprawozdanie z informacji zwrotnych, podsumowujące wkład respondentów.

Usprawnienie ram dotyczących funduszy UCITS – proponowane kroki

Temat	Działanie	Proponowane terminy
Przegląd UCITS	Proces konsultacji Sprawozdanie z opinii zwrotnych w ramach konsultacji publicznej; oświadczenie Komisji w sprawie dalszych działań	lipiec/listopad 2005 luty/marzec 2006
1. Działania priorytetowe		
Precyzyjne określenie aktywów kwalifikujących się do funduszy UCITS	Przyjęcie prawodawstwa wykonawczego	marzec/kwiecień 2006
Zalecenia w sprawie instrumentów pochodnych i uproszczonego prospektu	Publikacja ostatecznej oceny wdrożenia przez Państwa Członkowskie (CESR i Komisja)	jesień 2005
Wytyczne CESR w sprawie przepisów przejściowych	Sprawozdanie okresowe na temat krajowych postępów we wdrażaniu	jesień 2005
Procedury zgłoszenia	Wytyczne CESR w sprawie procedur zgłoszenia	jesień 2006
2. Rozwój obowiązujących ram prawnych		
Paszport spółek zarządzających	Analiza warunków koniecznych, aby ułatwić skuteczne funkcjonowanie „paszportu" spółek zarządzających (dla dużych podmiotów gospodarczych)	początek 2006
Dystrybucja, sprzedaż, promocja funduszy	Ocena związków pomiędzy UCITS i dyrektywą RIF Analiza luk środków na poziomie drugim dyrektywy RIF	początek 2006 połowa 2006
3. Wyzwania długoterminowe		
Fuzje/łączenie transgraniczne	Prace dyskusyjnej grupy biegłych	zima 2005 – lato 2006
Ochrona inwestorów	Analiza rodzajów ryzyka i mechanizmów kontroli ryzyka w europejskim sektorze funduszy inwestycyjnych (CESR i Komisja); monitorowanie prac IOSCO, rozpoczęcie i publikacja badań Komisji	
Inwestycje alternatywne	Prace dyskusyjnej grupy biegłych	zima 2005 – lato 2006

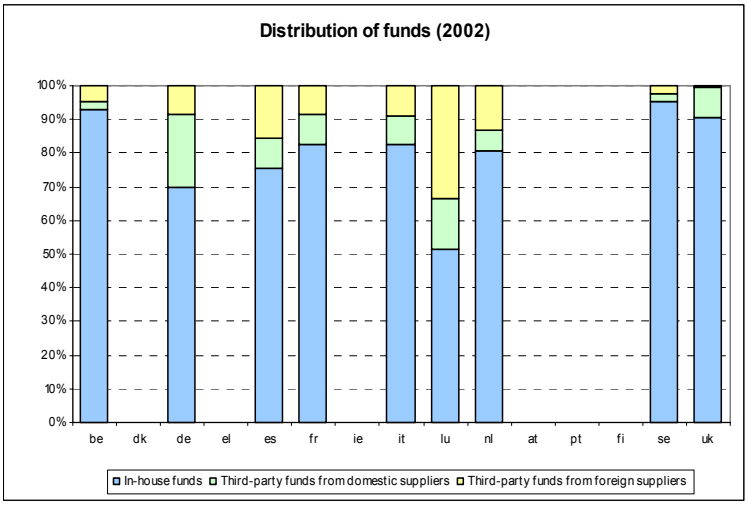
Annex:

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 notablefinancial 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,	*… but business is evolving and current trends may accentuate certain risks to investors.*

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 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.	