



KOMISE EVROPSKÝCH SPOLEČENSTVÍ

V Bruselu dne 12.7.2005
KOM(2005) 314 v konečném znění

ZELENÁ KNIHA

O ZLEPŠENÍ RÁMCE EU PRO INVESTIČNÍ FONDY

{SEC(2005)947}

(předložený Komisí)

ZELENÁ KNIHA

O ZLEPŠENÍ RÁMCE EU PRO INVESTIČNÍ FONDY

Úvod

V posledních deseti letech odvětví investičních fondů rostlo a stalo se hlavním hráčem na evropských kapitálových trzích. Investiční fondy shromažďují úspory domácností a směřují je k produktivním investicím. Evropské odvětví investičních fondů v současné době spravuje prostředky v hodnotě vyšší než 5 bilionů eur. Tato Zelená kniha hodnotí dopad evropských právních předpisů, které byly přijaty na podporu rozvoje nejobvyklejšího typu investičních fondů na evropském trhu – SKIPCP. Tento typ představuje více než 70 % aktiv spravovaných investičními fondy.

Co jsou SKIPCP?

SKIPCP (subjekty kolektivního investování do převoditelných cenných papírů) jsou zvláště vytvořená portfolia kolektivního investování určená výhradně k investování prostředků získaných od investorů. Podle směrnice o SKIPCP¹ se investiční politika SKIPCP a jeho správce schvalují v souladu se zvláštními požadavky. Právní předpisy o SKIPCP usilují o zavedení stanovené úrovně ochrany investorů. Toho je dosaženo přísným omezením investování, kapitálovými požadavky a požadavky na zveřejňování, jakož i úschovou aktiv a dohledem nad fondy ze strany nezávislého depozitáře. SKIPCP využívají „pasu“, který jim s výhradou oznámení umožňuje, aby byly nabízeny malým investorům v jakékoli jurisdikci EU, jsou-li schváleny v jednom členském státě.

Většina dotčených osob se domnívá, že právní předpisy o SKIPCP by mohly fungovat lépe. Neumožňují optimalizaci celkového potenciálu fondů na celoevropské úrovni. Rovněž neposkytují odvětví flexibilitu potřebnou pro zvládnutí výzev vyvolaných rychle se vyvíjejícími finančními trhy. V této fázi však neexistuje žádný přesvědčivý případ pro základní podrobný přezkum právních předpisů. Místo toho je třeba se zaměřit na využití možností, které nabízí současný legislativní rámec. Zelená kniha proto definuje způsoby usnadnění úspěšného rozvoje odvětví investičních fondů z krátkodobého až střednědobého hlediska navázáním na stávající právní předpisy, přičemž by zároveň měla být zaručena vysoká úroveň ochrany investorů. V připojené tabulce jsou shrnuty kroky, jež se v současné době plánují. Zaměření na tyto iniciativy v příštích dvou letech by však nemělo vyloučit zvážení dalekosáhlejších opatření, která mohou být nezbytná k zajištění efektivního fungování evropského odvětví investičních fondů a vysoké úrovně ochrany investorů.

Sociálně-ekonomické problémy ukazují, že nastala vhodná doba čas pro takovýto přezkum. Regulativní prostředí EU by mělo umožnit, aby odvětví investičních fondů rozvíjelo řádně strukturované, náležitě spravované kolektivní investice, které přinášejí nejvyšší možné výnosy v souladu s finančními možnostmi jednotlivých investorů a jejich schopností riskovat,

¹ Směrnice 85/611/EHS ze dne 20. prosince 1985 (Úř. věst. L 375, 31.12.1985, s. 3) pozměněná mimo jiné směrnicemi 2001/107/ES („směrnice o správcovských společnostech“) ze dne 21. ledna 2002 (Úř. věst. L 41 ze dne 13.2.2002, s. 20) a 2001/108/ES („směrnice o produktech“) ze dne 21. ledna 2002 (Úř. věst. L 41 ze dne 13.2.2002, s. 35), v textu se na obě odkazuje jako na SKIPCP III.

příčemž jim zároveň poskytne veškeré nezbytné informace k vyhodnocení rizik a nákladů. Integrované a účinné evropské trhy investičních fondů mají strategický význam: mohou významně přispět k přiměřenému zaopatření v důchodu, přidělují úspory na produktivní investice a mohou být silou pro řádné řízení podniků.

Analýza předložená v tomto dokumentu čerpá ze zprávy skupiny odborníků pro správu aktiv, která byla zveřejněna v květnu 2004, a z následných diskusí s členskými státy, členy CESR a účastníky trhu. Tyto konzultace a podrobná analýza fungování právních předpisů o SKIPCP, kterou vypracovaly útvary Komise², vyzdvihly množství problémů, o nichž se Komise domnívá, že opravňují k rozsáhlé veřejné debatě. Zelená kniha představuje první příspěvek Komise k této debatě.

1. CELKOVÉ HODNOCENÍ

Směrnice o SKIPCP představuje první významný krok směrem k integrovaným a konkurenceschopným evropským trhům investičních fondů. Celkem 28.830 fondů SKIPCP spravuje majetkové hodnoty ve výši 4 bilionů eur. SKIPCP se těší širokému uznání trhu, a to jak v EU, tak i ve třetích zemích.

Využívání produktového pasu SKIPCP se v posledních 5 letech více než zdvojnásobilo. Skutečné přeshraniční fondy SKIPCP představují podíl 16 % a získávají rostoucí podíl investorů. Přeshraniční SKIPCP se však teprve začínají prosazovat jako významní hráči na trzích hostitelských zemí.

Z hlediska celkové účinnosti trhu není potenciál tohoto odvětví dosud plně využit. Na trhu nadále převládají fondy, které nemají optimální velikost. Evropské fondy jsou v průměru pětikrát menší než jejich průměrný americký protějšek. Proto není odvětví investičních fondů s to využít plně úspor z rozsahu, což snižuje čistý výnos pro konečné investory.

Z hlediska ochrany investorů se nevyskytly žádné významné finanční skandály, které by se týkaly SKIPCP. SKIPCP poskytly pevný základ pro dobře regulované odvětví investičních fondů. Poslední trendy v odvětví však mění charakteristiky podnikání související s riziky. Outsourcing provozních funkcí a posun směrem k otevřené architektuře mohou znamenat vyšší provozní riziko nebo střet zájmů. Nové typy fondů založené na rozvinutých investičních strategiích mohou vykazovat rysy, kterým drobní investoři dobře nerozumí. Možné důsledky alternativních investičních strategií pro ochranu investorů a pro investiční stabilitu zůstávají málo pochopeny. Kromě toho u dlouhodobých úspor SKIPCP konkurují náhradní produkty, například produkty spojující pojistnou ochranu s investičním fondem nebo certifikáty. Na tyto produkty se však nemusí vztahovat stejná úroveň zveřejňování a transparentnosti.

Zelená kniha zkoumá, nakolik rámec pro SKIPCP v tomto vyvíjejícím se prostředí splňuje své cíle.

² Zveřejněno jako pracovní dokument útvarů Komise.

2. ZAJIŠTĚNÍ FUNGOVÁNÍ SOUČASNÝCH PRÁVNÍCH PŘEDPISŮ

2.1. Prioritní opatření

V lednu 2002 byla původní směrnice o SKIPCP v několika klíčových ohledech pozměněna a doplněna. Směrnice o produktech rozšířila škálu aktiv, do nichž mohou SKIPCP investovat. Směrnice o správcovských společnostech posílila kapitálové a organizační požadavky na správcovské společnosti. Umožnila jim využít u některých služeb pas a zavedla nový dokument pro zveřejňování informací, jímž je zjednodušený prospekt. Od jejich vstupu v platnost v únoru 2004 se mezi členskými státy objevily rozdíly v tom, jak by měla být změněná a doplněná ustanovení vykládána a prováděna. Fondy dosud čelí těžkostem při využívání produktového pasu.

V posledních měsících bylo prvořadou prioritou konsolidovat pas SKIPCP a poskytnout více informací o opatřeních na ochranu investorů. V tomto ohledu rozhodujícím způsobem přispívá skupina odborníků CESR pro správu investic. Pro nalezení pragmatických řešení problémů při provádění směrnice je rozhodující spolupráce a angažovanost vnitrostátních dozorčích orgánů působících v CESR³.

Tato práce bude pokračovat a zaměří se na tyto otázky:

1. Odstranění nejistoty obklopující uznávání fondů během přechodu ze SKIPCP I na SKIPCP III. Pokyny CESR pomohly vyřešit nejistotu týkající se zacházení s fondy, jímž je na základě doložky umožněno zachovávat nabytá práva („grandfathered funds“). Je mimořádně důležité, aby tyto pokyny byly svědomitě prováděny způsobem, který zajistí bezproblémové fungování pasu.
2. Zjednodušení oznamovacího postupu u fondů s pasem: obsah, složitost a zdlouhavost oznamovací fáze se v jednotlivých členských státech značně liší. Je nutné postupy usměrnit a zvážit konkrétní mechanismy k řešení otázek v oblasti stávajících povinností. To může zahrnovat rovněž zlepšení spolupráce mezi administrativami s cílem zamezit napadení povolení domovského státu. CESR již zahájil práce s cílem zajistit sbližování regulátorů v této oblasti.
3. Podpora provádění doporučení Komise k využívání derivátů a zjednodušeného prospektu: zaměřují se na významné zlepšení norem řízení rizik a transparentnosti poplatků. Z předběžné analýzy na základě přezkumu CESR vyplývá, že až na ojedinělé výjimky přikročily orgány členských států k provedení těchto pokynů. Vzhledem k významu těchto otázek bude Komise usilovat o další pokrok v rozhodujících oblastech, jako je zveřejňování poplatků a nákladů.
4. Objasnění definice „aktiv“, které může SKIPCP nabývat. Jedním ze základních prvků právních předpisů o SKIPCP je to, že fond by měl investovat především do likvidních finančních nástrojů. SKIPCP III ponechává prostor pro různé názory na to, zda může SKIPCP nabývat určité kategorie finančních nástrojů. Právně závazná objasnění způsobilosti aktiv dokončí Komise počátkem roku 2006 v návaznosti na čl. 53 písm. a) směrnice.

³ V návaznosti na rozhodnutí Komise 2001/527/ES ze dne 6. června 2001 (Úř. věst. L 191, 13.7.2001, s. 43).

Otázka 1 : Zajistí uvedené iniciativy dostatečnou právní jistotu, pokud jde o provádění směrnice?

Otázka 2 : Existují další obavy týkající se každodenního provádění směrnice, jimiž se je nutno přednostně zabývat?

2.2. Lepší využití současného rámce

Je možno dále rozvíjet současný legislativní rámec EU, aby se zabýval některými hlavními strukturálními problémy, kterým čelí odvětví investičních fondů v EU – zejména zlepšením jeho konkurenceschopnosti a reagováním na měnící se požadavky investorů? Byly stanoveny dvě oblasti, kde by bylo možno dále pracovat na základě současného legislativního rámce.

2.2.1. *Pas správcovských společností*

Možnost, aby správci fondu zakládali a provozovali SKIPCP se sídlem v jiných členských státech, považují některé segmenty odvětví za cestu k větší účinnosti a specializaci v oblasti řízení portfolií a správy fondů. Tato možnost byla stanovena ve směrnici o správcovských společnostech pro korporální SKIPCP. Avšak vzhledem k pocíťované nejednoznačnosti a neúplnosti směrnice nebyly tyto příležitosti využity. Objevily se zejména obavy, že rozdělení dohledu nad fondem a jeho správcem mezi dvě jurisdikce by mohlo ohrozit efektivnost řízení rizik a ochranu investorů. Dříve než budou přijata další opatření v tomto směru, chce Komise získat další důkazy, nakolik může pas správcovské společnosti otevřít další významné možnosti v oblasti podnikání a zjistit související problémy v oblasti se dohledu. Na základě reakcí na tuto Zelenou knihu Komise při vydání své monitorovací zprávy počátkem roku 2006 uvede, zda a jak by bylo možno využít pas správcovských společností v praxi.

Otázka 3 : Zajistil by efektivní pas správcovské společnosti významné dodatečné ekonomické výhody oproti opatřením týkajícím se delegování? Uveďte zdroje a pravděpodobný rozsah očekávaných přínosů.

Otázka 4 : Vedlo by rozdělení odpovědnosti za dohled nad správcovskou společností a fondem mezi různé jurisdikce k dodatečným provozním rizikům nebo obavám v oblasti dohledu? Popište zdroje problému a opatření, která by bylo možno přijmout k účinnému zvládnutí takovýchto rizik.

2.2.2. *Distribuce, prodej a propagace fondů*

Druhou oblastí, v níž by mohlo být objasnění prospěšné, je způsob, jakým jsou SKIPCP nabízeny neboprodávány jednotlivým investorům. Investoři, kteří se setkávají se složitějšími produkty, potřebují lepší a z hlediska uživatele přijatelnější zveřejňování výsledků a poplatků. Zvyšuje se poptávka po informacích o nejvhodnějších a nejvýnosnějších produktech. Objevuje se však i změna na straně nabídky. Banky postupně otvírají své sítě fondům třetích stran. To jim umožňuje zaměřit se na své hlavní činnosti a přilákat klienty hledající „nejlepší produkt na trhu“. Strana distribuce v rámci hodnotového řetězce je významným nákladovým střediskem v evropském odvětví investičních fondů (zejména přeshraničních). Hospodářská soutěž a transparentnost při distribuci fondů by se mohla prospěšně uplatnit v zájmu konečného investora. Objasnit by se měly například rovněž podmínky, za nichž může být produkt oprávněně označen jako „zaručený fond“, aby se zamezilo rizikům nesprávného prodeje.

Nedávno přijatá směrnice o trzích finančních nástrojů (MiFID)⁴ by mohla být užitečnou „sadou nástrojů“, zejména k objasnění všech povinností v oblasti řádné péče, upozorňování na rizika nebo jiných povinností investiční firmy vůči klientovi zvažujícímu investování do SKIPCP. Směrnice o MiFID by mohla sloužit rovněž jako základ pro lepší transparentnost procesu distribuce prostřednictvím pravidel o spravování a zveřejňování střetu zájmu a o „nejlepším způsobu provedení“.

V první fázi budou útvary Komise zvažovat hranici mezi uváděním na trh (SKIPCP) a službami v oblasti prodeje/poradenství, které jsou poskytovány investorům fondu. V druhé fázi pak „analýza nedostatků“ přezkoumá, zda právní předpisy druhého stupně k provedení pravidel vedení podniku a ostatních příslušných ustanovení ve směrnici MiFID představují dostatečnou a efektivní základnu, která upravuje zprostředkovatelské činnosti s ohledem na investiční fondy. To však bude muset počkat do doby, až budou tyto předpisy druhého stupně dokončeny.

Otázka 5 : Zlepší větší transparentnost, srovnatelnost a pozornost věnovaná potřebám investorů významně fungování evropského trhu investičních fondů a úroveň ochrany investorů? Mělo by to být prioritou?

Otázka 6 : Přispěje podstatně k tomuto cíli objasnění pravidel vedení podniku uplatňovaných ve společnostech, které nabízejí fondy drobným investorům? Měly by se zvážít jiné kroky (lepší zveřejňování informací)?

Otázka 7 : Existují konkrétní záležitosti týkající se fondů, které nejsou zahrnuty v probíhající práci zaměřené na řádné provedení pravidel chování ve směrnici MiFID?

3. MIMO SOUČASNÝ LEGISLATIVNÍ RÁMEC – DLOUHODOBÉ PROBLÉMY

Evropské odvětví finančních fondů prochází hlubokými strukturálními změnami, které budou mít trvalé důsledky – průběžné inovace investičních strategií a produktů, nové formy obchodního modelu, vznik specializovaných poskytovatelů služeb, změny distribučních systémů a náročnější investoři. Evropa musí zajistit, aby rámec pro SKIPCP mohl představovat životaschopný základ pro úspěšný rozvoj odvětví fondů z dlouhodobého hlediska a zároveň zaručoval vysokou úroveň ochrany investorů. Regulativní prostředí by mělo odvětví umožnit, aby poskytovalo atraktivní a řádně spravované produkty, které se mohou úspěšně ucházet o přízeň investorů. Další část se zabývá způsoby, jak může evropský legislativní rámec více přispět k tomuto cíli: vytvořením evropského rámce pro využívání nákladové efektivnosti a synergií na přeshraničním základě; udržením důvěry investorů; zamezením zbytečnému narušování hospodářské soutěže mezi substitučními investičními produkty; podporou zdravého rozvoje onshore alternativních investic. Ve stávajícím rámci však s ohledem na tyto cíle nelze dalšího pokroku dosáhnout. To bude v některých případech vyžadovat možná dalekosáhlé úpravy nebo rozšíření stávajících právních předpisů o SKIPCP. Přezkum SKIPCP proto představuje příležitost začít uvažovat o tom, zda a jak budou muset některé z těchto širších záležitostí být v dlouhodobém horizontu upraveny legislativním rámcem EU.

⁴ Směrnice 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 (Úř. věst. L 145, 30.4.2004, s. 1) o trzích finančních nástrojů.

3.1. Směrem k nákladově efektivnímu odvětví

Existence mnoha malých fondů brání odvětví EU, aby plně využilo úspor z rozsahu.

1. Jako jeden ze způsobů snížení nákladů a zlepšení výkonnosti fondu skupina odborníků pro správu aktiv a jiní odborníci stanovili větší konsolidaci prostřednictvím přeshraničních koncentrací fondů, ačkoli správci fondů racionalizovali své nabídky produktů pomalu, a to i na vnitrostátní úrovni. Směrnice o SKIPCP nebrání přeshraničním koncentracím fondů, nezabývá se však ani mnoha konkrétními překážkami, které bude možná nutno vyřešit, aby se usnadnilo vytváření takovýchto koncentrací. Ojedinele vznikají přeshraniční koncentrace, ale kvůli potížím, které způsobuje odlišné právo a daňové režimy nejsou tyto koncentrace běžné.
2. Alternativní způsob konsolidace odvětví může zajistit sdružování fondů: umožnilo by to, aby byly kolektivně řízeny a/nebo spravovány samostatné fondy, a to buď vložením jejich aktiv do hlavního fondu („master fund“, srovnaj strukturu „master-feeder“), anebo využitím informačních technologií, které umožní, aby byly spravovány, jako kdyby se jednalo o jeden fond. Avšak přeshraniční sdružování naráží kromě značných technických problémů rovněž na překážky v oblasti práva, dohledu a daní.
3. Další racionalizace by mohla přinést užitek i službám úschovy a depozitáře fondu. Podle směrnice o SKIPCP musí mít správcovská společnost a depozitář sídlo v témže členském státě. V minulosti se blízkost a integrovaný dohled považovaly za nezbytné k zajištění efektivního výkonu správy fondu, funkcí úschovy a depozitáře. Nedávno se větší skupina zainteresovaných stran přimlouvala za větší svobodu při výběru depozitáře. Jak již Komise konstatovala dříve⁵, posun v tomto směru bude vyžadovat další harmonizaci statutu, poslání a povinností těchto účastníků. Komparativní náklady a přínosy změn legislativního rámce budou vyžadovat další analýzu – v neposlední řadě srovnání, čeho by bylo možno dosáhnout delegováním a/nebo dílčí úschovou. Komise navrhuje přezkoumat v oblasti efektivního dohledu a ochrany investora, které vyplývají z rozdělení odpovědnosti za dohled nad fondem a depozitářem a funkcemi úschovy aktiv v členských státech.
4. Evropská infrastruktura pro zpracování příkazů k upisování/vyplácení (jednotek fondu) je roztržštěná. To vede k vysokým provozním nákladům a provozním rizikům v hodnotovém řetězci transakce. Komise silně podporuje současné snahy odvětví o zlepšení organizace správy fondů, zejména s ohledem na přeshraniční opatření. Komise se domnívá, že v tomto ohledu by mělo vůdčí úlohu hrát i nadále odvětví: tvůrci politik EU by se měli zapojit pouze v případě zjevných problémů při „koordinaci“ nebo nepřekonatelných regulativních nebo politických překážek.

Otázka 8 : Existují pro přeshraniční koncentrace fondů obchodní nebo ekonomické důvody (čisté přínosy)? Je možné dosáhnout těchto přínosů velkou měrou racionalizací v rámci jednotlivých členských států?

Otázka 9 : Bylo by možno požadovaných přínosů dosáhnout sdružováním?

⁵ Sdělení Komise Radě a Evropskému parlamentu KOM (2004)207 ze dne 30. března 2004.

Otázka 10: Je hospodářská soutěž na úrovni správy nebo distribuce fondů dostatečná, aby zajistila, že investoři budou mít prospěch z větší účinnosti?

Otázka 11: Jaké jsou výhody a nevýhody (rizika v oblasti dohledu nebo obchodu) plynoucí z možnosti zvolit si depozitáře v jiném členském státě? Nakolik delegování nebo jiná opatření zamezují nutnosti legislativních opatření k těmto otázkám?

Otázka 12: Myslíte si, že probíhající normalizace podporovaná odvětvím přinese výsledky v přiměřeném časovém rámci? Je nutné zapojení veřejného sektoru?

Po zvážení reakcí na tuto Zelenou knihu Komise vytvoří skupinu odborníků, aby dále prozkoumala uvedené hlavní zdroje nedostatečné účinnosti v odvětví investičních fondů v EU. Zváží se rovněž proveditelnost a efektivnost možných opatření k usnadnění činnosti.

3.2. Zachování vysoké úrovně ochrany investorů

Směrnice o SKIPCP zavádí několik obranných linií na ochranu investorů. Co se týče ochrany investorů, dosavadní výsledky jsou uspokojivé. Objevují se však nová rizika a mění se očekávání trhu. Možná bude nutné zvážit komplexnější přístup k ochraně investorů na základě rizik.

Přepracovaným zárukám ochrany investorů poskytnutým SKIPCP III je nutno dát čas, aby se mohly projevit. CESR bude rovněž usilovat o sblížení mezi evropskými regulátory, pokud jde o předcházení střetu zájmů a záruky ochrany investorů pro správce SKIPCP, jak je stanoveno nově v čl. 5 písm. f) a h) směrnice 2001/107/ES. Komise se však domnívá, že při závislosti SKIPCP na formálních omezeních investování může SKIPCP v dlouhodobém horizontu problém udržet kroky inovacemi v oblasti financí a složitějšími distribučními systémy. To by mohlo znamenat provádění systematictějšího hodnocení hlavních rizik, která vznikají v každé fázi v hodnotovém řetězci odvětví investičních fondů. Vzhledem k úsilí odvětví stát se pro drobné investory preferovaným prostředkem investování bude Komise průběžně pracovat na posílení záruk ochrany investorů. Probíhající práce Stálého výboru IOSCO na správě investic může poskytnout výchozí bod pro další zvažování těchto otázek v celoevropském kontextu.

Otázka 13: Představuje silná závislost na formálních omezeních investování udržitelný přístup k zajištění vysoké úrovně ochrany investorů?

Otázka 14: Myslíte si, že záruky – na úrovni správcovské společnosti nebo depozitáře – jsou dostatečné, aby řešily objevující se rizika ve správě SKIPCP? Jaká další opatření k zachování vysoké úrovně ochrany investorů považujete za vhodná?

3.3. Konkurence substitučních produktů

Jelikož se debata o evropském legislativním rámci pro SKIPCP vyvíjí, bude důležité zvážit širší oblast správy aktiv. SKIPCP konkuruje mnoha dalším produktům určeným pro soukromé úspory evropských investorů. Produkty jako investiční životní pojištění nebo některé strukturované produkty kopírují některé rysy SKIPCP. Podléhají však odlišným regulativním nebo daňovým režimům a prodávají se odlišným způsobem. V některých členských státech se takovéto konkurenční produkty setkávají s příznivým ohlasem. Komise se však obává, že toto rozdílné regulativní zacházení může narušit investiční rozhodnutí. Domnívá se, že by se pro

investory jednalo o krok zpět, pokud by zveřejňování informací SKIPCP bylo v důsledku konkurence v oblasti regulace omezeno.

Otázka 15: Existují příklady vedoucí k narušení volby investora, které vyžadují, aby jim tvůrci evropské nebo vnitrostátní politiky věnovali zvláštní pozornost?

3.4. Alternativní investiční trh v Evropě

Existuje odvětví alternativních investic zahrnující zajišťovací fondy a soukromé kapitálové fondy. Nabízí nové výhody v oblasti diverzifikace přínosu pro správce aktiv, příslib vyšších výnosů pro investory a může posílit celkovou tržní likviditu. Alternativní investiční strategie jsou však složitější a pro investory mohou představovat vyšší rizika než hlavní proud SKIPCP.

Alternativní investice

- Soukromé kapitálové fondy vyžadují dlouhodobý závazek investovat a zahrnují aktivní účast na jejich správě. Soukromé kapitálové fondy však narážejí na dodatečné daňové komplikace a struktury většiny fondů nejsou v jednotlivých členských státech vzájemně uznávány.
- Zajišťovací fondy využívají široké spektrum technik a nástrojů (jako krátké prodeje („short-selling“) nebo využívání pákového efektu („leverage“)), které často nejsou dostupné pro tradičnější formy kolektivního investování. Zajišťovací fondy mohou představovat zdroj rizika protistrany pro finanční instituce, které jim půjčují. Ačkoli se v současné době nepovažují za významný zdroj systémového rizika vzhledem k relativně malé velikosti a skromnému, kolateralizovanému využívání spekulací, jejich rychlý růst a pociťovaná nedostatečná transparentnost vyvolávají rostoucí obavy, pokud jde o jejich dopad na trhy. Regulátoři se v současné době soustřeďují na posílení schopnosti posoudit celkové vystavení finančního systému zajišťovacím fondům.

Odlíšné vnitrostátní systémy znamenají riziko roztržnění regulace, což by mohlo zbrzdit rozvoj těchto podniků. Jelikož se odvětví vyvíjí, bude nutný soudržný a jasný evropský přístup k tomuto odvětví, zejména pokud evropští drobní investoři budou více vystaveni alternativním investicím.

S přihlédnutím na odpovědi na tyto konzultace Komise zřídí pracovní skupinu, aby prozkoumala, zda společný regulativní přístup může usnadnit další rozvoj evropských trhů zajišťovacích a soukromých kapitálových fondů. Zvážit by se mohly rovněž druhy opatření, která by nejlépe pomohla překonat překážky přeshraničního rozvoje. Mimo jiné by se mohlo zvážit, nakolik by společné chápání „soukromého umístování“ mohlo usnadnit přeshraniční nabídku těchto fondů kvalifikovaným investorům.

Otázka 16: Nakolik problémy související s roztržněním regulace vyvolávají potíže související s přístupem na trh, které by mohly vyžadovat společný přístup EU k a) soukromým kapitálovým fondům, b) zajišťovacím fondům a fondům zajišťovacích fondů?

Otázka 17: Existují konkrétní rizika (z hlediska ochrany investorů nebo stability trhu) spojená s činnostmi soukromých kapitálových fondů nebo zajišťovacích fondů, která by mohla vyžadovat zvláštní pozornost?

Otázka 18: Nakolik by mohl společný režim soukromého umístování pomoci překonat překážky přeshraniční nabídky alternativních investic kvalifikovaným investorům? Může toto objasnění procesů uvádění na trh a prodeje být provedeno nezávisle na vedlejších opatřeních na úrovni správců fondů atd.?

3.5. Modernizace práva SKIPCP?

Zkušenosti poukázaly na problémy, k nimž dochází při přizpůsobování ustanovení o SKIPCP měnící se realitě na trhu a při zajištění jejich soudržného provádění. Směrnice o SKIPCP potvrzuje, že je nebezpečné pokoušet se regulovat vysoce technické záležitosti právními předpisy EU prvního stupně. Někteří komentátoři, včetně CESR, vyžadovali přepracování směrnice podle nedávných právních předpisů EU o cenných papírech – zejména funkční, na zásadách založené právní předpisy prvního stupně doplněné prováděcími předpisy a posílené spoluprací v oblasti dohledu (Lamfalussyho přístup). Přepracování právních předpisů o SKIPCP tímto způsobem by však nebylo pouhou kosmetickou změnou: zahrnovalo by volby týkající se vypracování překlenujících zásad, které by měly být zachovány v právních předpisech prvního stupně, a rozsahu a obsahu rozhodnutí, která by měla být stanovena právem založeným na komitologii. Znamenalo by tedy značné a institucionální důsledky. To by vyžadovalo pečlivou přípravu a plnohodnotný proces spolurozhodování. Vykrytalizují-li se v budoucnu názory o nutnosti těchto změn v právních předpisech o SKIPCP, Komise se domnívá, že by se tato příležitost měla využít k přepracování směrnice v souladu s Lamfalussyho přístupem.

Otázka 19: Představuje současné normativní právo SKIPCP založené na produktech životaschopný dlouhodobý základ pro integrovaný evropský trh investičních fondů s řádným dohledem? Za jakých podmínek nebo v jaké fázi by se měl zvážit posun směrem k regulaci založené na zásadách a rizicích?

4. ZÁVĚRY

SKIPCP posloužil jako základ pro vznik úspěšného evropského odvětví investičních fondů. Právní předpisy o SKIPCP – s produktovým pasem a silným étosem neprofesionálního investora – tento výsledek usnadnily. Navzdory těmto úspěchům se pociťuje, že SKIPCP s sebou nese zmeškané příležitosti a je možné jej zlepšit. V této fázi však neexistuje žádný přesvědčivý případ pro základní podrobný přezkum právních předpisů. Místo toho by se pozornost měla zaměřit na využití možností, které nabízí současný legislativní rámec.

S ohledem na strategický význam odvětví je nutné široce uvážit budoucí směřování rámce EU pro investiční fondy. Pokud se vyplní některé z výše uvedených obav týkajících se struktury, bude to vyžadovat dalekosáhlá opatření, aby se zajistilo, že rozsáhlý evropský sektor investičních fondů bude vybaven správnými nástroji a že se evropští investoři budou při vstupu do příštího desetiletí těšit vysoké úrovni ochrany.

K určení možných následných opatření se vezmou v úvahu odpovědi na tyto konzultace a pravidelné diskuse s příslušnými dotčenými osobami i další přípravné práce v rámci Komise. Počátkem roku 2006 budou oznámeny směry pro opatření ke zlepšení rámce pro SKIPCP. V rozsahu, v jakém mohou přicházet v úvahu legislativní opatření, budou tato podrobena rozsáhlým konzultacím ex-ante, hodnocení dopadu a vyhodnocení nákladové efektivity.

Odpovědi na tyto konzultace je možno zasílat do 25. listopadu 2005 na elektronickou adresu: markt-consult-investmentfunds@cec.eu.int Odpovědi budou umístěny na internetové stránce Komise, kromě případů, kdy bude výslovně požádáno o nezveřejnění.. Jako součást následných opatření na tuto Zelenou knihu Komise zveřejní počátkem roku 2005 zprávu o ohlasech, v níž budou shrnuty příspěvky respondentů.

Zlepšení rámce pro SKIPCP – navrhované kroky

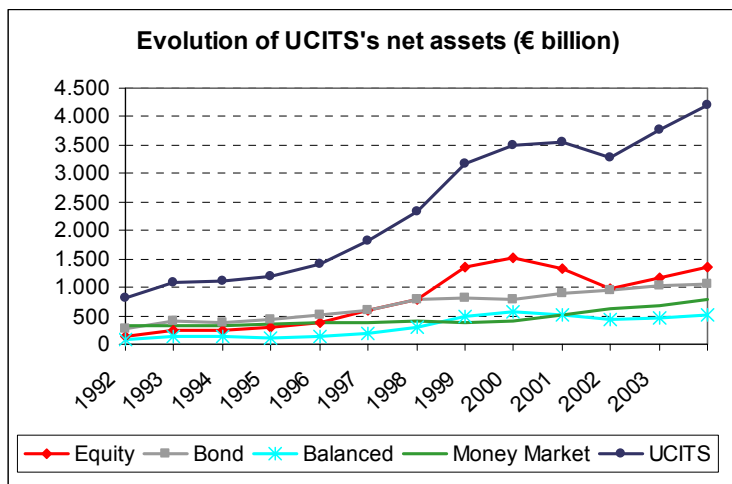
Téma	Opatření	Navrhované termíny
Proces přezkumu SKIPCP	Konzultační proces	červenec/listopad 2005
	Zpráva o ohlasech na konzultace s veřejností; prohlášení KOM o následných opatřeních	únor/březen 2006
1. Prioritní opatření		
Objasnění způsobilých aktiv SKIPCP	Přijetí prováděcích předpisů	březen/duben 2006
Doporučení k derivátům a zjednodušenému prospektu	Zveřejnění konečného hodnocení provádění členskými státy (CESR a KOM)	podzim 2005
Pokyny CESR k přechodným ustanovením	Průběžná zpráva o provádění v jednotlivých členských státech	podzim 2005
Oznamovací postupy	Pokyny CESR pro oznamovací postup	podzim 2006
2. Návaznost na současný rámec		
Pas správcovské společnosti	Analýza podmínek nezbytných k usnadnění efektivního fungování pasu správcovské společnosti (pro korporace)	počátek roku 2006
Distribuce, prodej a propagace fondu	Hodnocení interakce mezi SKIPCP a MiFID	počátek roku 2006
	Analýza rozdílů u opatření MiFID druhého stupně	polovina roku 2006
3. Dlouhodobé problémy		
Přeshraniční fúze/sdružování	Práce specializované skupiny fóra	zima 2005-léto 2006
Ochrana investorů	Analýza rizik a řízení rizik v evropském odvětví investičních fondů (CESR a KOM): monitorování práce IOSCO; zahájení a zveřejnění studií Komise	
Alternativní investice	Práce specializované skupiny fóra	zima 2005-léto 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



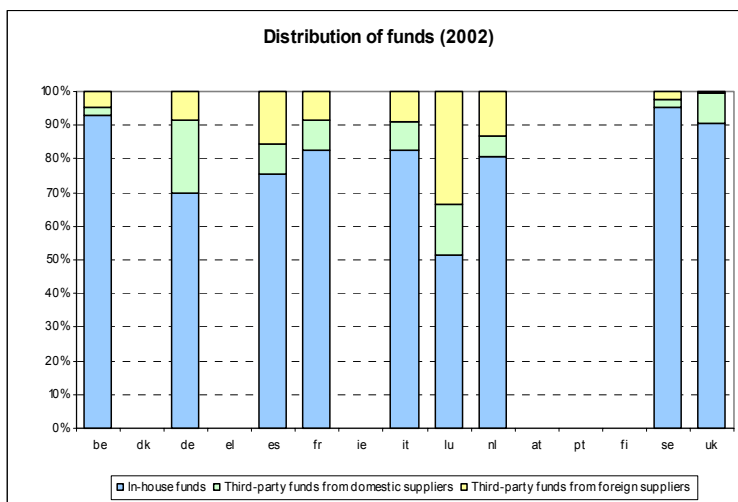
The UCITS Directive has proved an important first step towards integrated and competitive European markets for investment funds: it has been the catalyst for the growth of an industry which is increasingly investing and competing on a cross-border basis. At present, less than a fifth of all European 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.	