



KOMISE EVROPSKÝCH SPOLEČENSTVÍ

V Bruselu dne 15.11.2006
KOM(2006) 686 v konečném znění

BÍLÁ KNIHA

BÍLÁ KNIHA O ZLEPŠENÍ JEDNOTNÉHO TRŽNÍHO RÁMCE PRO INVESTIČNÍ FONDY

{SEC(2006)1451}
{SEC(2006)1452}

(předložena Komisi)

BÍLÁ KNIHA

BÍLÁ KNIHA O ZLEPŠENÍ JEDNOTNÉHO TRŽNÍHO RÁMCE PRO INVESTIČNÍ FONDY

Úvod

Investiční fondy poskytují drobným investorům přístup k profesionálně spravovaným a diverzifikovaným investicím za příznivých podmínek. Evropští investoři budou potřebovat schopné a dobře regulované odvětví správy aktiv, neboť vzhledem ke stárnutí populace bude zapotřebí, aby převzali více odpovědnosti za své dlouhodobé finanční potřeby. Tento vývoj je již dnes hnací silou nesmírného růstu v tomto odvětví – v Evropě i ve světě. Institucionální investoři, včetně fondů, jsou odpovědní za rostoucí podíl investic domácností ve všech zemích G-10. Investiční fondy představují 12,6 % evropských finančních aktiv domácností.¹ Investiční fondy v EU zaznamenaly v průběhu 12 let pětinasobný nárůst výše spravovaných aktiv. Pro období do roku 2010 se očekávají tempa růstu okolo 10 % ročně, čímž se výše celkových aktiv spravovaných fondy dostane na více než 8 triliónů EUR. Základním kamenem rámce EU pro investiční fondy je směrnice o SKIPCP z roku 1985. Směrnice o SKIPCP² položila základ pro růst živého evropského odvětví fondů. Tento trh je v rostoucí míře organizován na celoevropské úrovni. Produktový pas SKIPCP je hojně využíván. Přeshraniční prodeje fondů představovaly v roce 2005 cca 66 % celkových čistých příjmů odvětví.

Výzvou pro politické činitele EU je zajistit, aby si tento regulativní rámec zachoval svou účinnost i navzdory měnící se dynamice trhu a potřebám investorů. Hluboké strukturální změny na evropských finančních trzích vyvíjejí nové tlaky na regulativní systém upravující SKIPCP. Tato bílá kniha objasňuje stanoviska Evropské komise ke způsobům, jak zjednodušit legislativní prostředí v Evropě a současně poskytnout investorům atraktivní a bezpečná investiční řešení.

Rámeček: Investiční fondy, SKIPCP a nepatřící mezi SKIPCP

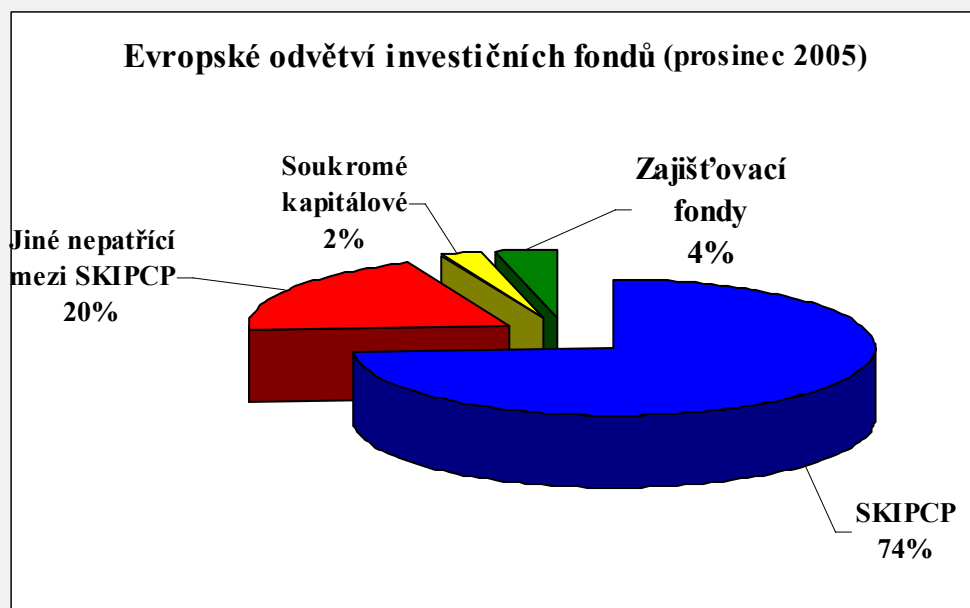
Investiční fondy jsou zvlášť vytvořené prostředky investování, vytvořené s jediným cílem: získávat aktiva od investorů a investovat je do diverzifikovaného souboru aktiv. Investoři nakupují cenné papíry vydané fondem proti jím spravovaným aktivům a hodnota těchto cenných papírů se pohybuje podle hodnoty těchto aktiv. Tímto způsobem mohou drobní investoři získat přístup k profesionálně spravovanému a diverzifikovanému koši finančních nebo jiných aktiv. Režijní náklady se dělí mezi všechny investory, čímž se snižují průměrné náklady pro investora. Investoři mohou mít možnost kdykoli odprodat své podílové jednotky (fondy otevřeného typu), nebo mohou být jejich aktiva po stanovenou dobu zneprístupněna (fondy uzavřeného typu).

¹ EFAMA Fact Book, 2006.

² Směrnice Rady 85/611/EHS ve znění směrnic Evropského parlamentu a Rady 2001/107/ES a 2001/108/ES.

SKIPCP (subjekty kolektivního investování do převoditelných cenných papírů) jsou investiční fondy zřízené a schválené podle požadavků směrnice 85/611/EHS. Tato směrnice stanoví společné požadavky na organizaci, správu a dohled nad fondy. Stanoví pravidla upravující diverzifikaci a likviditu fondu a využívání pákového efektu („leverage“). Směrnice o SKIPCP stanoví seznam způsobilých aktiv, do nichž může fond investovat. Po schválení může být fond SKIPCP nabízen veřejnosti po celé EU na základě oznámení v každém členském státě, kde je prodáván.

„Nepatřící mezi SKIPCP“ je zastřešující pojem označující všechny neharmonizované fondy bez ohledu na to, zda jsou předmětem vnitrostátní regulace, či nikoli. Zahrnuje širokou paletu investičních prostředků a produktů sahajících od produktů zaměřených na drobné investory, jako jsou realitní fondy otevřeného typu, až po volatilnější produkty, jako jsou komoditní fondy a soukromé kapitálové fondy.



Zavedení větší účinnosti do současného rámce

Směrnice o SKIPCP již nedokáže být dostatečnou oporou evropskému odvětví fondů, které mění svou strukturu, aby vyhovělo novým výzvám v konkurenčním boji a měnícím se potřebám evropských investorů. Klíčové prvky směrnice nefungují účinně. Svobody poskytované směrnicí jsou realizovány za cenu zbytečně vysokých nákladů na dosažení souladu. Směrnice neposkytuje správcům fondů s fondy nebo aktivitami v různých členských státech dostatečnou pružnost při organizaci nebo restrukturalizaci podnikání. Tato nedostatečná účinnost a překážky se odrážejí ve vyšších nákladech a nižších výnosech pro investory fondů. Nezávislý výzkum odhaduje, že snížení provozních nákladů evropských fondů na úroveň nákladů fondů v USA by zvýšilo jmenovitou výnosnost investic o 3 %.³ Kroky plánované v této bílé knize mají obzvláště velký význam pro miliony domácností, které investovaly a investují do fondů. Aby se tyto přínosy dostaly až ke koncovým investorům, bude zapotřebí účinná hospodářská soutěž v rámci celého hodnotového řetězce fondů.

³ CRA (2006).

Řešení širších výzev

Současný rámec EU je konfrontován s novými výzvami, pokud jde o oblast působnosti a přístup:

- (1) **Existují stále větší rozdíly mezi odvětvím SKIPCP a tržní realitou.** Mnohé fondy určené pro drobné investory nejsou schopny vyhovět investičním požadavkům směrnice: jsou k dispozici drobným investorům na vnitrostátní úrovni, ale nikoli na úrovni přeshraniční. Směrnice již byla jednou pozměněna a její působnost rozšířena na další investiční politiky. Komise v současné době vyjasňuje, zda je s ustanoveními směrnice slučitelná širší skupina investičních politik. Vzhledem k trvale probíhajícím inovacím jsme nicméně nuceni tuto problematiku průběžně přehodnocovat. Bílá kniha plánuje systematický přezkum pravidel investování a výkonu fondů, která by používaly harmonizované i neharmonizované fondy.
- (2) **Správci investičních fondů hlavními hráči, kteří budou nabízet jednotlivcům možnosti spoření na stáří.** Investiční fondy představují zavedený prostředek pro shromažďování kapitálu v produktivním věku. Výzvou nyní je transformovat tyto úspory v předvídatelný a jistý příjem pro investory po odchodu do důchodu. Závody na vývoji těchto produktů již započaly.
- (3) **Konkurence ze strany jiných forem finančních produktů.** Řada praktiků na trhu namítá, že je nákladnější a více omezující spravovat fond SKIPCP než prodávat jiné typy investičních produktů – jako například produkty spojující pojistnou ochranu s investičním fondem nebo strukturované dluhopisy a certifikáty. Vzhledem k odlišným právním úpravám a charakteristikám produktů jde ale o porovnávání neporovnatelného. Komise není přesvědčena, že odpověď tkví v rozšíření regulace pro SKIPCP na všechny dlouhodobé spořicí produkty. Shledává potřebu trvalého přizpůsobování regulativní úpravy, aby bylo zajištěno, že všechny investiční produkty budou prodávány za jasných pravidel chránících investory před nadměrnými poplatky nebo nesprávným prodejem. Komise zveřejní výsledky průzkumu trhu v tomto ohledu v polovině roku 2007.
- (4) **Zvládání výzvy celosvětové hospodářské soutěže.** Povolování SKIPCP si získalo celosvětové uznání jako záruka dobré strukturalizace produktů a účinné regulace. Inovativní a dobře regulované evropské odvětví fondů již „vyváží“ své know-how do jiných regionů. Konkurence fondů z jiných jurisdikcí však začíná růst. Pro zachování místa v celosvětové přední linii bude zapotřebí neutuchajícího úsilí.

Vyjítí ze stávajícího rámce

Tato bílá kniha plánuje postupné rozvíjení stávajícího rámce. Navrhuje jej zmodernizovat a doplnit v řadě konkrétních a cílených ohledů – zejména odbourání postupů a nákladů, které významně nezlepšují ochranu investora. Uznává nejistotu ohledně vhodnosti oblasti působnosti a podoby současné směrnice. Po zralé úvaze dospívá k závěru, že v této fázi nejsou dostatečné důvody pro provedení zásadní revize směrnice. Namísto toho plánuje strukturovaný přezkum potřeby změn oblasti působnosti a regulativního přístupu směrnice v závislosti na vývoji obrysů trhu fondů.

Bílá kniha plánuje tyto akce:

- (1) Posílit svobody na vnitřním trhu a tak umožnit odvětví fondů účinněji sloužit investorům z Evropy i zbytku světa.
- (2) Zajistit, aby investoři byli schopni činit informovaná investiční rozhodnutí a mohli se spolehnout na objektivní odbornou pomoc kvalifikovaných zprostředkovatelů.
- (3) Posoudit, zda by měl být vytvořen jednotný rámec, který by umožnil přeshraniční prodej některých typů fondů nepatřících mezi SKIPCP drobným investorům, a jak by toto bylo možné co nejúčinněji učinit.
- (4) Zahájit práci na evropském režimu „soukromého umístování“ usnadňujícího prodej neharmonizovaných fondů a finančních nástrojů institucionálním a znalým investorům v jiných členských státech.

Tato bílá kniha byla vypracována na základě dvouleté rozsáhlé konzultace a debaty se spotřebiteli, praktiky a politickými činiteli. Navazuje na odezvu na zelenou knihu Komise z července 2005⁴; tři zprávy zvláštních skupin odborníků a reakce zúčastněných stran⁵; řady iniciativ *ad hoc* včetně dvou workshopů věnovaných zjednodušenému prospektu. Přímo také reaguje na závažné obavy, na něž upozornila zpráva Evropského parlamentu. Kroky navržené v této bílé knize byly rovněž podrobeny přísnému posouzení dopadů.

1. PODPORA ÚČINNĚJŠÍHO EVROPSKÉHO ODVĚTVÍ FONDŮ

V červenci 2005 odhalila Komise ve své zelené knize tyto nedostatky ve stávajícím legislativním rámci:

- Překážky a selhání produktového pasu. Postupy pro přeshraniční uvádění na trh jsou vleklé, příliš nákladné a jsou předmětem nadměrného zasahování ze strany orgánů dohledu.
- Nevyhovující zveřejňování informací pro investory: zjednodušený prospekt nepomáhá investorům nebo jejich poradcům činit dobrá investiční rozhodnutí.
- Množení malých neúčinných fondů: směrnice neposkytuje žádné mechanismy usnadňující slučování fondů nebo sdruženou správu aktiv. Evropský trh fondů je obýván malými a poměrně drahými fondy, čímž stoupají náklady.
- Překážky funkční a geografické specializace. Směrnice vyžaduje koncentraci všech činností v rámci hodnotového řetězce v jednom členském státě: pasem může být „vybaven“ pouze fond. Tato legislativní omezení znemožňují odvětví fondů plně využívat všechny výhody spojené s geografickým umístěním a specializací, které nabízí jednotný trh.

Útvary Komise prozkoumaly tuto nedostatečnou účinnost na straně nabídky a posoudily pozitivní a negativní dopady různých možností jejich odstranění. Posouzení dopadu vede

⁴ KOM(2005) 314 v konečném znění, 14.7.2005.

⁵ Zprávy skupiny odborníků pro účinnost trhu investičních fondů a skupiny odborníků pro alternativní investice (zajišťovací fondy a soukromé kapitálové fondy). Zprávy a závěry otevřeného slyšení k těmto zprávám jsou k dispozici na adrese http://ec.europa.eu/internal_market/securities/ucits/.

k jednoznačnému očekávání, že akce v řadě oblastí přinesou výhody, které převáží náklady a rizika spojená s akcí. Nachází rovněž málo důkazů na podporu řady akcí. Tato část uvádí oblasti, v nichž Komise urychleně předloží návrhy na změnu současné směrnice. Některé z těchto svobod se vzájemně doplňují. Poskytují správcům fondů nabídku možností, jak využít výhod jednotného trhu, pokud jde o účinnost, prostřednictvím řady obchodních modelů.

1.1. Odstranění administrativních překážek přeshraničního uvádění na trh

Směrnice o SKIPCP vyžaduje, aby správce fondu před uvedením fondu na trh v jiném členském státě předložil rozsáhlou dokumentaci příslušnému místnímu orgánu, který má dvouměsíční lhůtu na ověření souladu s místními pravidly pro propagaci. Tato dvouměsíční lhůta nebývá vždy dodržována. Byly hlášeny případy, kdy oznamovací postup trval osm až devět měsíců. Současný oznamovací systém má jen málo jednoznačných přínosů. Pro účastníky trhu je čistě nákladem. Závažně brzdí zavádění nových produktů napříč jednotným trhem.

Proběhly rozsáhlé snahy o odbourání nejzávažnějších zdrojů administrativního tření, které vyvrcholily v červnu 2006 v podobě pokynů CESR⁶. Ani tato cenná zlepšení nicméně nedokáží odbourat administrativní a procedurální překážky, které mají původ v zastaralých ustanoveních směrnice.

Komise předloží k projednání návrhy na novelizaci článků 44 až 47 směrnice. Dosavadní administrativní postupy, kterým je třeba dostát před uvedením fondu na trh v jiném členském státě – zejména podrobné *ex ante* prověření dokumentace fondu orgánem státu, ve kterém je fond uváděn na trh, a současná maximální dvouměsíční čekací lhůta – budou zrušeny. Výměny dokumentace a dalších náležitostí budou probíhat mezi regulativními orgány. Budou zavedeny mechanismy dohledu a spolupráce, které zajistí rychlé řešení zjištěných problémů. Orgány dohledu státu, ve kterém je fond uváděn na trh, by měly požadovat dodržení místních pravidel pro uvádění na trh a propagaci po zprostředkovatelích přímo odpovědných za tyto činnosti v jurisdikci státu, ve kterém je fond uváděn na trh, nikoli po správci fondu v partnerské zemi.

1.2. Usnadnění přeshraničních koncentrací fondů

Trh SKIPCP je obýván fondy menší než optimální velikosti: cca 54 % fondů SKIPCP spravuje aktiva o hodnotě nižší než 50 milionů EUR. Následkem toho zůstávají nevyužity významné úspory z rozsahu a investor nese zbytečně vysoké náklady. Výzkum odhadl, že by se náklady daly ročně snížit o 5 až 6 miliard EUR.

Koncentrace fondů jsou vzhledem k neexistenci rámce EU, který by je usnadňoval, složité, časově náročné a nákladné, jsou-li vůbec možné. Přeshraniční koncentrace fondů se potýkají s obzvláštními překážkami, které pramení z rozdílů mezi vnitrostátními právními úpravami a ustanoveními o dohledu. V roce 2005 připadalo pouhých 3,5 % koncentrací na koncentrace přeshraniční. Přeshraniční koncentrace fondů by neměly zakládat důvod k nepříznivým daňovým důsledkům pro investory. Řada členských států již přijala daňové předpisy, které zajišťují, aby koncentrace domácích fondů probíhaly daňově efektivním způsobem. Je

⁶ Committee of European Securities Regulators (Evropský výbor regulátorů trhů s cennými papíry)

nezbytné zajistit, aby tyto výhody byly rozšířeny i na koncentrace, do nichž jsou zapojeny fondy z jiného členského státu.

Komise navrhne doplnění směrnice o SKIPCP, aby byly vytvořeny vhodné právní a regulativní podmínky pro koncentraci fondů. Tato ustanovení zajistí, aby při koncentracích fondů byly plně zohledňovány potřeby investorů ve slučujících se fondech. Zejména bude zapotřebí zajistit účinné zveřejňování informací o koncentraci před jejím provedením a poskytnout držitelům podílových jednotek možnost bezplatného odprodeje.

Pokud jde o zdanění přeshraničních koncentrací SKIPCP⁷, Komise se domnívá, že je žádoucí navázat na příslušnou judikaturu Evropského soudního dvora. Tato cesta se jeví jako slibnější než předložit návrhy na sladění zdanění, což by vyžadovalo jednomyslnou podporu 27 členských států. Na základě judikatury Evropského soudního dvora (ESD) předloží Komise sdělení, které objasní, že by vnitrostátní daňově neutrální opatření měla být rozšířena na koncentrace, do nichž jsou zapojeny fondy z jiného členského státu.

1.3. Sdružování aktiv⁸

Sdružování aktiv umožňuje současnou správu aktiv shromážděných různými fondy při současném zachování přítomnosti místního fondu na jednotlivých cílových trzích. Dovednosti a náklady úspěšných manažerských týmů mohou být rozprostřeny na rozsáhlejší soubor aktiv. Tyto techniky se netýkají pouze investičních fondů, ale mohou představovat vhodný model i pro penzijní fondy. V některých členských státech se sdružování používá ve stále hojnější míře. Existují však významné překážky bránící přeshraničnímu sdružování aktiv.

Technicky a právně nejotevřenější přístup ke „sdružování aktiv“ je znám jako „subjektového sdružování“. Tento přístup v současné době vylučují požadavky směrnice o SKIPCP na diverzifikaci. Existuje nicméně silná podpora a rozsáhlé zkušenosti ohledně některých struktur subjektového sdružování (např. struktur typu master-feeder). Druhý přístup označovaný jako „virtuální sdružování“ nevyžaduje právní převod aktiv na přijímající fond. Klade však velké nároky na správu fondu a funkce back-office. Některé regulativní orgány mají k této poměrně nové a nevyzkoušené technice výhrady – zejména pokud jde o transparentnost a vymahatelnost smluv, ale také pokud jde o odolnost IT a prvků řízení rizik.

Komise navrhne změny diverzifikačních pravidel a jiných ustanovení směrnice, aby umožnila širší využívání „subjektového sdružování“. Při přípravě právního předpisu Komise také dále prozkoumá spolehlivost technik virtuálního sdružování a potřebu novelizace směrnice za účelem zajištění právní jistoty a podpory účinné správy a dohledu nad takovými strukturami.

⁷ Většina SKIPCP nespadá do působnosti tzv. směrnice o zdanění při fúzích (směrnice Rady 90/434/EHS).

⁸ Sdružováním aktiv se rozumí seskupování aktiv různých investičních fondů za účelem jejich společné správy a získání úspor z rozsahu, likviditních a jiných obchodních výhod. Sdružování může mít podobu „subjektového sdružování“. Aktiva zúčastněných fondů jsou seskupena do samostatného právního subjektu. Struktury typu „master-feeder“ jsou formou subjektového sdružování, kdy feeder fondy převádějí veškerá obdržena aktiva do master fondu. Virtuální sdružování využívá ke shromažďování aktiv účastnických fondů informační technologii, jako kdyby existoval skutečný sdružený fond, avšak bez založení tohoto fondu jakožto právního subjektu.

1.4. Pas správcovských společností

V současné době musejí správcovské skupiny založit plně funkční správcovskou společnost v každé zemi, kde zřizují sídlo fondu: v této souvislosti musí vyhovět nákladným místním požadavkům na podstatu. To zvyšuje náklady a znemožňuje realizovat úspory z rozsahu a specializace. Novele z roku 2001 se nepodařilo zavést účinný pas správcovských společností pro korporátní fondy. Je na čase dovést tuto nedokončenou záležitost do konce a rozšířit tato práva na smluvní fondy. Komise je přesvědčena, že se podaří nalézt řešení, která odpoví na znepokojení orgánů dohledu ohledně oddělení odpovědnosti za dohled nad správou fondu od odpovědnosti za správu fondu. Bude zapotřebí pečlivě uvážit, na jaké správcovské služby lze uplatnit pas, a věnovat pozornost zajištění toho, aby pas správcovské společnosti nekomplikoval daňově efektivní strukturalizaci řetězce fondů. Pas správcovských společností by neměl zprošťovat vedení v sídelní zemi veškeré podstaty. To by porušilo účinnost dohledu nad fondem ze strany depozitáře, který patří k hlavním prvkům ochrany investora ve směrnici o SKIPCP.

Komise navrhne změny směrnice, které umožní oprávněné správcovské společnosti spravovat korporátní a smluvní fondy v jiných členských státech. V přípravné fázi bude zapotřebí pečlivě otestovat a ověřit rozsah správcovských služeb, na něž lze uplatnit pas.

1.5. Posílení spolupráce v otázce dohledu

Uvedené změny jednotného tržního rámce pro investiční fondy usnadní rozvoj přeshraničních operací, platform nebo struktur, které mohou být z právního a technického hlediska složitější. Za různé hráče v nově vytvořeném hodnotovém řetězci mohou zodpovídat různé donucovací orgány. Účinný dohled nad přeshraničním strukturami a funkcemi bude muset být podepřen plnou a včasnou spoluprací mezi příslušnými vnitrostátními orgány. Kupříkladu požadovanou optimalizaci oznamovacích postupů fondů budou doprovázet ustanovení ukládající orgánu domovské země fondu povinnost účinně a včas reagovat na věci vznesené partnerskou zemí. Všechny další změny – jako například pas správcovských společností, struktury sdružování a koncentrace – budou potřebovat jasné stanovení příslušných odpovědností jednotlivých orgánů dohledu a vyjasnění povinností jednotlivých orgánů dohledu vůči jejich kolegům. To zvýší důvěru ve spolehlivost přeshraničních struktur. Komise je přesvědčena, že se pro SKIPCP podaří nalézt účinnou spolupráci v otázce dohledu tak, jako se ji podařilo nalézt pro další citlivé oblasti prosazování práva cenných papírů (např. zneužívání trhu). Skupina odborníků CESR pro správu investic se již osvědčila jako účinná síť pro nacházení praktických řešení společných výzev v oblasti dohledu.

Komise předloží návrhy na posílení ustanovení směrnice o SKIPCP v souvislosti se spoluprací příslušných orgánů a spoluprací v oblasti dohledu. Změny budou vystavěny na příslušných ustanoveních pozdějších právních předpisů z oblasti práva cenných papírů (např. směrnice MiFID⁹ a směrnice o prospektech). Donucovací orgány budou povinny poskytovat včasnou pomoc a zasáhnout, bude-li to nutné, v případě potíží vzniklých v jejich jurisdikci. Musí být vybaveny srovnatelnými pravomocemi, pokud jde o stíhání a trestání nesprávného chování ze strany správců fondů.

⁹

Směrnice 2004/39/ES o trzích finančních nástrojů ze dne 21. dubna 2004

1.6. Zlepšení účinnosti, která nevyžadují změnu směrnice

- **Přísná lhůta pro povolování v sídelní zemi:** Při povolování SKIPCP nejsou výjimkou zdržení v délce šesti týdnů. To představuje pro SKIPCP významnou nevýhodu oproti jiným investičním produktům a individuálním cenným papírům. Komise proto vybízí vnitrostátní orgány, aby urychlily schvalování fondů. Zásahu zákonodárského orgánu EU nicméně není třeba. Měla by být umožněna „hospodářská soutěž mezi systémy“. Vnitrostátní orgány mající zájem na vybudování úspěšného domácího odvětví fondů mají jednoznačnou motivaci k účinným a spolehlivým povolovacím postupům.
- **Směrování zpráv a zpracování / vyřizování objednávek ve fondech:** Zpracování objednávek ve fondech nestačí držet krok s růstem trhu a změnami v distribučních systémech. Vyznačuje se vyššími provozními riziky, delšími prodlevami při zpracování a nevyhnutelně vyššími náklady. Tato nedostatečná účinnost však nepramení z regulace nebo zásahů veřejného sektoru, ale z liknavosti soukromého sektoru a z potíží s koordinací přechodu na lepší technologie nebo účinnější obchodní modely. Komise vyzývá evropské odvětví k vypracování ucelené strategie postupného zavedení potřebných zlepšení těchto funkcí.
- **Pas depozitáře:** Jeví se, že svoboda jmenovat depozitáře v jiném členském státě nenabízí vidinu významných zisků. Poplatky depozitáři představují malý podíl na celkových nákladech fondu a většinou bývají vyčerpávány prostřednictvím rozsáhlého využívání delegování povinností. Jeví se, že jakékoli případné dodatečné přínosy jsou značně vyváženy rozsahem úprav směrnice, které by bylo zapotřebí provést ke sladění povinností a funkcí depozitáře. Komise doporučí, aby členské státy podnikly kroky k odstranění překážek výběru a pružnosti při jmenování opatrovníků. Komise zejména vyzve členské státy, aby umožnily pobočkám bank povolených v jiném členském státě zastávat funkci depozitářů a aby umožnily depozitářům přenést povinnosti spojené s úschovou aktiv na opatrovníka v jiném členském státě. V delším časovém horizontu budou útvary Komise pokračovat v monitorování trhu depozitářů, aby posoudily potřebu větší pružnosti a / nebo sladění.

V těchto a jiných oblastech Komise vybízí členské státy, aby provedly přezkum obvyklých postupů v souvislosti s povolováním fondů a dohledem s cílem odhalit způsoby, jak jednostranně dosáhnout zlepšení, s ohledem na „osvědčené postupy“ z jiných částí EU. I když část podnětů k úspěšnému a živému odvětví fondů bude pocházet z vývoje na úrovni EU, existuje řada kroků, které mohou podniknout jednotlivé členské státy, aby zlepšily své domácí prostředí pro fungování investičních fondů.

2. ZVÝŠENÍ PŘÍNOSNOSTI JEDNOTNÉHO TRHU FONDŮ PRO KONCOVÉHO INVESTORA

Úspory nákladů a otevření nových trhů pro odvětví musí vyústit v hmatatelná zlepšení pro koncového investora – v podobě nižších poplatků nebo vyšších výnosů, ale též pokud jde o přístup k trvalému zlepšování výkonu produktů. To je ovšem podmíněno přísnou poptávkovou kázní a tvrdou konkurencí napříč jednotným trhem. Investoři budou potřebovat dostávat srozumitelné a spolehlivé informace, které jim umožní volit z vzájemně soutěžících produktů ty, které nabízejí nejatraktivnější kombinaci rizika a návratnosti. Budou také potřebovat, aby se mohli spolehnout na kvalitu a objektivnost služeb poskytovaných

finančními poradci a zprostředkovateli, kteří jim prodávají investiční fondy. V obou těchto bodech je zapotřebí pokročit kupředu.

2.1. Zjednodušený prospekt

Smyslem zjednodušeného prospektu bylo poskytovat investorům a zprostředkovatelům základní informace o možných rizicích, souvisejících poplatcích a očekávaných výsledcích příslušného produktu. Je však zřejmé, že svůj účel nesplnil. Ve většině případů je příliš dlouhý a čtenáři, jimž je určen, mu nerozumí. Je uplatňován různými způsoby a stává se pouhým „pozlátkem“: příslušnému doporučení Komise¹⁰ se dostává uznání spíše v souvislosti s porušováním než v praxi. Výsledkem je spousta papírů, které nemají pro investory valnou hodnotu, a značná režie pro odvětví fondů.

Navzdory těmto nedostatkům má standardizované rutinní zveřejňování informací fondy rozsáhlou podporu. Je zapotřebí zapracovat na tom, aby byl zjednodušený prospekt zaměřen na poskytování stručných a srozumitelných informací o poplatcích, rizicích a očekávaném výkonu, které mají význam pro koncového investora. Zjednodušený prospekt by měl obsahovat stejné základní informace o všech SKIPCP bez ohledu na to, v jakém státě EU sídlí. Bude zapotřebí změnit ustanovení platné směrnice tak, aby lépe specifikovala jeho zdůvodnění a základní zásady a aby umožnila přijímat prováděcí předpisy, které dají těmto zásadám jednotné, právně závazné vyjádření. Tato práce by mohla posloužit jako vzor pro účinné rutinní zveřejňování informací o riziku a nákladech pro další investiční produkty, například produkty spojující pojistnou ochranu s investičním fondem.

Nedostatky zjednodušeného prospektu jsou příliš závažné na to, aby bylo možno čekat na novelizaci směrnice. Praktické kroky k nápravě nedostatků zjednodušeného prospektu budou zahájeny neprodleně. Nedávné workshopy určily oblasti, v nichž potřebuje zjednodušený prospekt zdokonalit. Komise se pokusí kodifikovat zlepšené zveřejňování informací o riziku, nákladech a výkonu prostřednictvím revize svého doporučení v této věci. Tato práce naváže na příspěvky CESR a vnitrostátních orgánů. Probíhající práce v této oblasti budou ověřovány u investorů a zprostředkovatelů, aby bylo zajištěno, že budou užitečným přínosem při investičním rozhodování. Náležité ověření u spotřebitelů a na trhu zabere určitý čas. Nicméně se doufá, že se nelegislativní zlepšení podaří předložit do poloviny roku 2008. Tato zlepšení získají právně závazný status po vstupu novel směrnice v platnost.

Je zapotřebí dvouúrovňový přístup. Je třeba vyjasnit prostřednictvím novely směrnice základní cíle a hlavní zásady zjednodušeného prospektu. A také umožnit přijetí právně závazných prováděcích opatření, která dají těmto zásadám účinné a jednotné vyjádření. Před vstupem novely směrnice v platnost přepracuje Komise své doporučení s cílem zlepšit zveřejňování informací o riziku, nákladech a výkonu. Tato práce bude uskutečněna v úzké spolupráci s členskými státy a bude pečlivě ověřena u investorů, distributorů a zástupců odvětví.

2.2. Distribuční systémy: upřednostnění zájmů investorů

Distribuční systémy, které sladují poptávku investorů s nabídkou fondů, musejí účinně fungovat. Musejí dodávat produkty, které vyhovují potřebám jednotlivých investorů a nabízejí

¹⁰ Doporučení Komise [2004/384/ES](#) ze dne 27. dubna 2004 o některém obsahu zjednodušeného prospektu podle seznamu C přílohy I směrnice Rady 85/611/EHS

konkurenceschopné podmínky. V současné době představuje distribuce fondů největší jednotlivou nákladovou položku v odvětví investičních fondů – tvořící od 46 % celkových nákladů ve Francii po 75 % v Itálii.

Přechod od předem uzavřených systémů distribuce k otevřené nebo řízené architektuře – kde zprostředkovatelé nabízejí radu produktů třetích stran – nabírá na rychlosti. Tato změna může být ke značnému prospěchu investora, pokud jsou fondy třetích stran vybírány na základě objektivních úvah, jako jsou náklady nebo očekávaný výkon. Zřetele, jako jsou výše provizí hrazených organizátory fondu distributorům, by neměly výběr fondů ovlivňovat. V současné době správci fondů v průměru 50 % svého správcovského honoráře hradí třetí straně zastávající funkci distributora. Je třeba prozkoumat, zda tyto provize představují platbu za poskytované služby, například služby klientům před prodejem/po prodeji. Střety zájmů a pobídky musejí být náležitě regulovány nebo zveřejňovány: zprostředkovatelé musejí svědomitě vykonávat své povinnosti spojené s péčí o klienta. MiFID poskytuje nástroje ke zvládnutí této problematiky. Její prováděcí opatření stanoví, že pobídky musejí být zveřejňovány a smějí být poskytovány pouze tehdy, jsou-li v zájmu klienta.

Obecněji by MiFID měla zvýšit kvalitu podpory, kterou poskytují poradci, makléři a jiní zprostředkovatelé klientům uvažujícím o investici do investičních fondů. Zvýší důraz na to, aby firmy, které prodávají fondy, dbaly na to, aby produkt byl pro daného klienta vhodný a aby si klient byl plně vědom případných rizik spojených s konkrétními produkty.

Komise bude bedlivě monitorovat provádění ustanovení MiFID upravujících „pravidla chování“ a pobídky v souvislosti se zprostředkovávanými prodeji fondů. Útvary Komise zveřejní „příručku“, která sjednotí účinné provádění těchto ustanovení s cílem zajistit, aby investoři mohli spoléhat na objektivitu a profesionalitu zprostředkování fondů.

3. JEDNOTNÁ TRŽNÍ ŘEŠENÍ PRO NEHARMONIZOVANÉ FONDY PRO DROBNÉ INVESTORY?

Rámec SKIPCP již nepokrývá celou paletu investičních fondů, které mohou být nabízeny drobným investorům na základě rozptýřených vnitrostátních režimů. Existují kategorie investičních fondů, které nejsou slučitelné s SKIPCP vzhledem k určitým stránkám své investiční politiky nebo strukturálního uspořádání fondu. Tyto fondy nicméně mohou být veřejně přístupné drobným investorům na vnitrostátní úrovni, kde jsou předmětem odlišných forem regulace produktů samotných nebo jejich distribuce. Neexistence pasu pro tuto oblast vzbuzuje pocit marnosti u zavedených produktů pro drobné investory, jako jsou realitní fondy otevřeného typu (spravovaná aktiva v EU v hodnotě 150 miliard EUR), které shledávají výhodným, že by sloužily celoevropské základně investorů. Roste expozice investorů neharmonizovaným fondům za nejrůznějších podmínek nebo omezení a prostřednictvím různých distribučních metod.

Komise odhaduje, že výše neharmonizovaných aktiv spravovaných odvětvím zaměřeným na drobné investory dosahuje přibližně 10 % celkové hodnoty spravovaných aktiv. Tento segment odvětví investičních fondů nemá oficiální rámec pro podporu přeshraničního prodeje drobným investorům. Měl by být takový rámec zaveden? Než zodpovíme tuto otázku kladně, je zapotřebí vyjasnit tyto záležitosti:

- (1) Jsou rizikové a výkonnostní parametry dotčených fondů takové, že jsou tyto fondy v zásadě vhodné pro prodej drobným investorům bez nutnosti zajištění poradenství?
- (2) Poskytne zavedení mechanismu pasů dotčeným odvětvím, investorům a trhu obecně skutečné a podstatné přínosy, uvažíme-li dodatečné regulativní náklady a jiné důsledky zavedení takového mechanismu? Tyto úvahy by měly také prokázat, že jednotný tržní rámec je realistický a praktický s ohledem na rozmanité obchodní strategie, třídy aktiv, finanční inženýring a obecně odlišné investiční kultury v členských státech.
- (3) Je-li jednotný tržní rámec zapotřebí, jak může být realizován co nejúčinněji?
 - (a) Jednou z možných legislativních cest je dále rozšířit oblast působnosti současného rámce SKIPCP. Je však možné, že pro účely zařazení dalších tříd neharmonizovaných fondů by bylo zapotřebí do značné míry nahradit ustanovení SKIPCP o strukturalizaci a investiční politice fondů spíše regulací ve formě zásad. Takovéto změny nelze provést bez pečlivého posouzení rizika rozdrobení klíčových záruk pro investory a možného dopadu pro širší trh SKIPCP. Přineslo by rozšíření oblasti působnosti a přepracování směrnice o SKIPCP, které by bylo zapotřebí pro začlenění dalších tříd neharmonizovaných fondů, významné čisté přínosy a zachovalo by zároveň vysokou úroveň ochrany investora?
 - (b) Bylo by možné zavést vedle směrnice o SKIPCP speciální režimy pro konkrétní produkty? Tento přístup by s sebou nesl riziko vytvoření roztržitého regulativní prostředí upravujícího každý produkt jinak, což by vedlo ke zkreslení trhu a libovůli ve výkladu regulativních pravidel. Znamenal by také riziko nutnosti trvalého přizpůsobování právní úpravy nově vznikajícím investičním politikám.

Vzhledem k nejistotě ohledně možných dopadů nebo nejlepších postupů Komise soudí, že ještě nedozrál čas pro předložení podnětů k začlenění trhů pro některé neharmonizované fondy. Provede však systematickou analýzu této problematiky, která poslouží jako základ pro kvalitní, empiricky podložené rozhodnutí v těchto věcech v roce 2008, včetně konzultací s praxí a odborníky z příslušných oborů, s důrazem na realitní fondy, pro něž zřídí expertní skupinu. Komise prozkoumá pravděpodobné náklady, užítky a rizika vytvoření příznivého jednotného tržního rámce pro neharmonizované produkty určené pro drobné investory a především to, zda jsou tyto produkty vhodné k nabízení investorům na přeshraniční bázi. Budou-li rozsáhlý výzkum a postoj odvětví přesvědčivě hovořit pro vývoj jednotných tržních řešení pro některé neharmonizované produkty, Komise zváží dostupné možnosti a povahu případných změn rámce SKIPCP, které by byly zapotřebí. V roce 2008 podá Komise Radě a Parlamentu zprávu o závěrech tohoto posuzování.

4. UVÁDĚNÍ NA TRH A PRODEJ PRODUKTŮ „KVALIFIKOVANÝM INVESTORŮM“

Existují rovněž fondy nepatřící mezi SKIPCP, které jsou obecně považovány za vhodnější pro institucionální a jiné znalé investory, kteří jsou schopni samostatného investičního rozhodování. Příkladem takovýchto fondů jsou soukromé kapitálové fondy a řada investic do zajišťovacích fondů. Jde obvykle o investiční produkty s poměrně vysokou pravděpodobností

velmi nepříznivých investičních výsledků. Může jít také o produkty spojené s novými formami rizika (kupříkladu problematickým oceněním aktiv).

Není zaveden jednotný evropský přístup k rozlišení produktů vhodných pro drobné investory od produktů, které by měly zůstat vyhrazeny znalým investorům. Vnitrostátní zkušenosti ukazují, že neexistuje zcela uspokojivý základ pro naprosto jednoznačné rozlišení. Názory na to, co je bezpečným produktem pro drobné investory, se mění v čase s tím, jak dozrávají nové typy aktiv a zlepšuje se chápání rizikových charakteristik.

MiFID nahrazuje nezralá omezení prodeje některých nástrojů některým kategoriím investorů systémem, který ukládá investičním firmám povinnost zjistit v případě každého individuálního klienta, zda je konkrétní investice vhodná nebo přiměřená. To bude pro mnohé členské státy představovat nový přístup k ochraně investorů. Donucovací orgány budou muset vynaložit značné úsilí, aby přiměly investiční firmy pochopit, co se od nich očekává. Provádění tohoto přístupu bude pečlivě monitorováno, aby bylo zajištěno důsledné provádění těchto kontrol investičními firmami v celé Evropě. Útvary Komise v úzké spolupráci s vnitrostátními orgány prozkoumají, jaké typy omezení uvádění na trh a prodeje by měly být v souvislosti se změnou pravidel chování na úrovni investičních firem odstraněny. Při tomto procesu bude věnována zvláštní pozornost uvádění na trh a prodeji neharmonizovaných fondů, s nimiž se pojí poměrně vysoká pravděpodobnost velmi nepříznivých investičních výsledků.

Souběžně s tímto procesem provede Komise inventarizaci vnitrostátních pravidel a omezení, která brání „soukromému nabízení“ fondů a jiných finančních nástrojů institucionálním investorům a jiným způsobilým partnerům. Z pohledu ochrany investora nejsou žádné pádné důvody, proč by vnitrostátní regulační orgány měly zasahovat do finančních transakcí profesionálních investorů, kteří rozumí rizikům spojeným s investicí. Komise zapracuje na uvolnění přeshraničních transakcí mezi stanovenými partnery za podmínky, že tyto transakce nepřekročí hranice režimu „soukromého umístování“. MiFiD a směrnice o prospektech zavádějí některé klíčové stavební kameny takového režimu – tím, že vyjímají některé transakce z působnosti pravidel chování a omezení prodeje. Tuto problematiku bude nezbytné dořešit odstraněním zbývajících překážek pramenících z vnitrostátních pravidel upravujících povolování produktů. Komise věří, že taková opatření mohou významným způsobem přispět k prohloubení evropských trhů pro institucionální produkty, jako jsou soukromé kapitálové investice. Na základě systematické analýzy těchto pravidel provedené ve spolupráci s CESR a nově vytvořenou Evropskou skupinou pro trhy cenných papírů (*European Securities Markets Expert Group*, ESME) podá Komise na podzim roku 2007 Radě a Parlamentu zprávu o nejúčinnějších prostředcích pro zavedení společného přístupu k soukromému umístování.

Útvary Komise prozkoumají ve spolupráci s CESR a vnitrostátními orgány, jaké typy omezení uvádění na trh a prodeje by měly být zrušeny a namísto nich zavedena odpovědnost investičních firem za prodej produktů vůči každému individuálnímu klientovi.

V rámci tohoto procesu provede Komise s CESR systematickou inventarizaci a analýzu vnitrostátních překážek „soukromého umístování“ finančních nástrojů u institucionálních investorů a jiných způsobilých partnerů. Komise podá na podzim roku 2007 zprávu Radě a Parlamentu o krocích, které je potřeba podniknout pro dosažení plné účinnosti společného režimu soukromého umístování.

5. ZÁVĚRY

Investiční fondy jsou renomovaným a významným pilířem evropského finančního systému. Jejich význam jednoznačně poroste, neboť evropští investoři používají tyto fondy jako prostředek k finančnímu zajištění na důchod. Podmínkou pokračujícího úspěšného rozvoje evropských trhů investičních fondů je dobré a účinné regulativní prostředí.

Tato bílá kniha určila soubor opatření ke zjednodušení provozního prostředí pro investiční fondy – zejména přepracování těžkopádných oznamovacích postupů a zeštíhlení zjednodušeného prospektu. Tyto kroky vytvoří nové příležitosti pro přeshraniční operátory, aniž by zatěžovaly významnými vícenáklady další účastníky v odvětví. Tato bílá kniha také zdůrazňuje potřebu poskytnout investorům lepší nástroje pro přijímání informovaných rozhodnutí a zajistit, aby se jim dostávalo objektivní a nestranné pomoci ze strany distributorů fondů. Tento soubor opatření představuje pečlivě připravený program, který má přímý význam pro evropské odvětví fondů a jeho investory.

Vzhledem k rostoucímu významu tohoto odvětví bude zapotřebí věnovat trvalou pozornost modernizaci a rozvoji právního rámce EU. Plánované změny směrnice o SKIPCP nemusejí být poslední. Ve světle současných inovací v investičních technikách a produktech budou orgány EU a vnitrostátní orgány stále konfrontovány s pochybnostmi ohledně oblasti působnosti a koncepce evropského právního rámce pro investiční fondy. Tato bílá kniha doporučuje nečinit ukvapené závěry a raději prozkoumat tuto problematiku pečlivěji, aby s tím, jak tyto nové produkty a skupiny aktiv dozrávají, byla umožněna informovanější politická debata.

– **Příloha 1: Seznam akcí podle této bílé knihy**

A. Návrh na změnu směrnice 85/611:

Komise navrhne cílené úpravy a rozšíření směrnice k: 1) zjednodušení stávajících mechanismů pasů a rozšíření svobod, které mají k dispozici fondy SKIPCP a jejich správci; 2) podpoře účinného a relevantního zjednodušeného prospektu; 3) zlepšení spolupráce v oblasti dohledu. Návrhy legislativních úprav budou předloženy společně v jediném souboru na podzim roku 2007. V rámci svých snah o transparentnost podniknou útvary Komise na jaře roku 2007 otevřenou konzultaci o plánovaných návrzích. Tato konzultace také umožní prozkoumání plánovaných opatření z pohledu rentability. Novelizovaná nebo nová ustanovení směrnice umožní využívat prováděcí právní předpisy, které vymezí způsob, jímž by měla být uplatňována práva nebo povinnosti. To přinese větší právní jistotu a jednotu do uplatňování práv a povinností plynoucích ze směrnice a umožní pružnější přizpůsobování měnícím se okolnostem na trhu a potřebám investorů. Očekávané načasování: Komise zveřejní svůj návrh na podzim roku 2007.

B. Non-legislative actions to support improvements in the UCITS framework:

- Sdělení odvolávající se na příslušnou judikaturu ESD, které objasní, že by vnitrostátní daňové zacházení s koncentracemi místních fondů, pokud jde o daň z kapitálových příjmů, mělo být rozšířeno na koncentrace, do nichž jsou zapojeny fondy z jiného členského státu. Očekávané načasování: počátek roku 2008.
- Revize doporučení Komise ve věci zjednodušeného prospektu na základě pokynů CESR a konzultace a ověření u spotřebitelů. Tato práce proběhne souběžně s úpravou příslušných ustanovení směrnice. Očekávané zahájení práce: počátek roku 2007, cílový termín dokončení: polovina roku 2008.
- Příručka úvarů Komise k použití příslušných ustanovení MiFID na kolektivní investice / SKIPCP. Očekávané načasování: léto roku 2007.
- Sdělení / doporučení o přenosu opatrovnických povinností ze strany depozitářů a o jmenování poboček bank v EU depozitáři: Očekávané načasování: počátek roku 2008.

C. Neharmonizované investiční fondy :

- Přezkum vnitrostátních pravidel upravujících umístování finančních nástrojů včetně některých fondů u kvalifikovaných investorů a první posouzení možností pro vytvoření společného evropského režimu soukromého umístování. Očekávané načasování: podzim 2007.
- Nový výzkum investičních politik pro harmonizované i neharmonizované fondy a souvisejících rizik a výkonu. Zveřejnění výsledků: konec roku 2007.
- Vytvoření expertní skupiny pro realitní fondy otevřeného typu. Zveřejnění zprávy: podzim roku 2007.
- Zpráva Komise Radě a Evropskému parlamentu o posouzení potřeby a možností pro rozvinutí jednotného tržního rámce pro některé neharmonizované fondy zaměřené na drobné investory: polovina roku 2008.