

DA

DA

DA



KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER

Bruxelles, den 16.7.2008
SEK(2008) 2264

ARBEJDSDOKUMENT FRA KOMMISSIONENS TJENESTEGRENE

Ledsagedokument til

Forslag til

EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV

**om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv
investering i værdipapirer (investeringsinstitutter)**

RESUMÉ AF KONSEKVENSANALYSERAPPORTEN

{KOM(2008) 458 endelig}
{KEC(2008) 2263}

ARBEJDSDOKUMENT FRA KOMMISSIONENS TJENESTEGRENE

RESUMÉ AF KONSEKVENSANALYSERAPPORTEN

1. REVISION AF UCITS-DIREKTIVET

UCITS-direktivet

Direktivet om institutter for kollektiv investering i værdipapirer (UCITS-direktivet)¹ blev vedtaget i 1985. Formålet hermed var at danne et indre marked for investeringsfonde og derved forbedre forretnings- og investeringsmulighederne for såvel branchen selv som investorerne. Direktivet fastsatte en række betingelser, som investeringsfonde skulle opfylde for at få ret til at markedsføre deres produkter på tværs af landegrænserne. Disse betingelser tjente først og fremmest til at sikre et højt investorbeskyttelsesniveau. Med direktivet indførtes også det første "pas" for finansielle tjenesteydelser.

UCITS-direktivet har udgjort nøglen til udviklingen af det europæiske fondsmarked. I juni 2007 forvaltede investeringsinstitutterne aktiver svarende til 6 000 mia. EUR, der igen svarede til omkring 75 % af investeringsfondsmarkedet i EU. Trods denne positive udvikling stod et klart, at direktivet i var alt for restriktivt og forhindrede fondsforvaltere og fondsadministratorer i at udnytte deres udviklingspotentiale fuldt ud. Ændringerne i 2001 udvidede UCITS-forvalternes investeringsbeføjelser, men det lykkedes ikke at tackle forhindringerne for en forbedring af branchens effektivitet.

Revisionen af UCITS-lovgivningen har foregået i tre etaper (se figur 1). I 2005 blev der med Kommissionens **grøn bog** om investeringsfonde² lanceret en offentlig debat om behovet for en indsats på EU-plan og om omfanget af en sådan indsats. Resultaterne af Kommissionens undersøgelser og høringen af de forskellige interesserede parter førte til samme konklusion, nemlig at der var behov for at fokusere på en ændring af direktivet for at eliminere de tilbageværende hindringer for markedsadgang og give branchen mulighed for at effektivisere forvaltningen og administrationen af fonde.

Disse overvejelser blev taget et skridt videre i **hvidbogen** om investeringsfonde³ og konsekvensanalysen knyttet hertil. Heri blev der gennemgået en række potentielle tilpasninger med det formål at effektivisere fondsbranchen på udbudssiden og styrke den på efterspørgselssiden. På visse punkter konkluderede man, at det ikke umiddelbart var berettiget at træffe foranstaltninger på EU-plan. Initiativer truffet af branchen selv eller på nationalt plan blev betragtet som tilstrækkelige eller som den mest farbare vej. På andre punkter blev ikke-lovgivningsmæssige foranstaltninger betragtet som den i omkostningsmæssig henseende mest effektive vej fremad. Endelig blev det i analysen fastslået, at der i visse tilfælde var behov for lovgivningsmæssige ændringer. Hvidbogen bebudede således ændringer af UCITS-direktivet

¹ Direktiv 85/611/EØF af 20. december 1985 som ændret ved bl.a. direktiv 2001/107/EF og 2001/108/EF af 21. januar 2002, begge også kaldet UCITS III-direktiver.

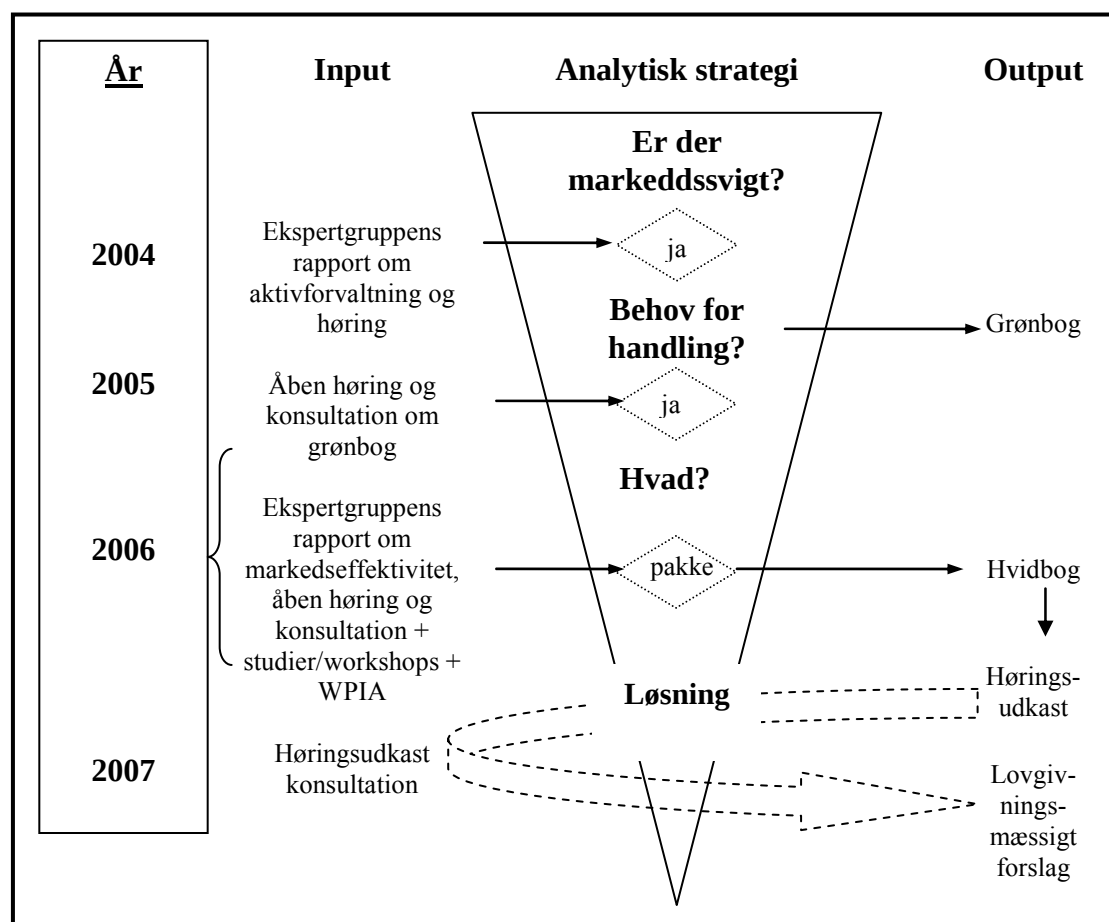
² Grøn bog om forbedring af EU-rammerne for investeringsfonde, KOM(2005) 314 endelig af 12. juli 2005.

³ Hvidbog om forbedring af det indre markeds rammer for investeringsfonde, KOM (2006) 686 endelig af 15. november 2006.

på følgende fem områder: 1) anmeldelsesproceduren, 2) fondsfusioner, 3) aktivpooling, 4) administrationsselskabspasset og 5) det forenkjede prospekt.

Den 22. marts 2007 udsendte GD Markt et "**høringsudkast**", der skulle danne grundlag for en offentlig høring om, hvilken form de lovgivningsmæssige ændringer skulle antage. Formålet med høringen var at modtage tilbagemeldinger om udformningen af de foranstaltninger, der var blevet bebudet i hvidbogen. Respondenternes bidrag har udgjort et nyttigt og meget værdifuldt input til konsekvensanalysen.

Figur 1: Revision af UCITS-rammerne



2. PROBLEMER, DER NØDVENDIGGØR EN ÆNDRING AF UCITS-DIREKTIVET

- 2.1. Hindringer for markedsføring af fonde i andre medlemsstater. Den anmeldelsesprocedure, der blev indført med 1985-direktivet, er ofte lang og besværlig. I mange tilfælde er de krav, som stilles af myndighederne i værtslandet, strengere end kravene i direktivet, og fristen på to måneder overholdes ikke altid. Det betyder, at proceduren undertiden er blevet sammenlignet med en ekstra godkendelsesrunde for fonden. Det skønnes, at fondsbranchens direkte årlige udgifter forbundet med den løbende anmeldelse beløber sig til 25 mio. EUR (oven i de mere end 20 mio. EUR forbundet med den oprindelige anmeldelse)⁴. Et endnu større

⁴ "A Harmonised, Simplified Approach to UCITS Registration", EFAMA og IMA, april 2005.

problem er offeromkostningerne forbundet med forsinkelser i markedsføringen af produkter.

Derfor blev det i hvidbogens konsekvensanalyse henstillet, at direktivet blev ændret for a) at begrænse varigheden af anmeldelsesproceduren, b) at erstatte den aktuelle procedure med en informationsudvekslingsordning myndighederne imellem og c) at præcisere de enkelte myndigheders rolle og ansvarsområder.

- 2.2. Stadig flere fonde, der ikke har optimal størrelse. Det europæiske fondsmarked er kendetegnet ved et stort antal små fonde. Ved udgangen af 2006 forvaltede 54 % af de europæiske fonde aktiver for under 50 mio. EUR. Den europæiske gennemsnitsfond er over fem gange mindre end den tilsvarende amerikanske fond. Der er store omkostninger forbundet med at forvalte en bred vifte af små fonde. Det gør det vanskeligt at udnytte stordriftsfordele og forøger omkostningerne. Det skønnes, at omkostningerne på årsplan kunne mindskes med op til 6 mia. EUR⁵.

Ifølge hvidbogens konsekvensanalyse kunne to foranstaltninger sætte fondsbranchen i stand til at udnytte de potentielle stordriftsfordele fuldt ud: 1) indførelse af lovgivningsmæssige rammer for (grænseoverskridende) fondsfusioner og 2) mulighed for "enhedspooling".

- 2.3. Manglende fleksibilitet i organiseringen af fondsbranchens værdikæde. Skønt der med ændringerne i 2001 blev indført et "pas" for administrationsselskaber for investeringsinstitutter i selskabsform, har administrationsselskaber endnu ikke mulighed for at administrere investeringsinstitutter i andre medlemsstater. Direktivteksten er uklar, og tilsynet er opsplittet, hvilket har gjort de relevante 2001-bestemmelser virkningsløse. Det betyder, at grupper af fonde er forpligtet til at etablere komplette administrationsselskaber i alle de medlemsstater, hvor de ønsker at udbyde deres produkter.

I hvidbogens konsekvensanalyse blev det påpeget, at det var oplagt at indføre et administrationsselskabspas, der dog skulle gøres betinget af, at der blev fundet en omkostningseffektiv og brugbar metode til sikre, at der føres effektivt tilsyn med fonde, der administreres fra udlandet, og at de overholder deres forpligtelser.

- 2.4. Det forenklede prospekt er ikke fyldestgørende. Trods præciseringerne i Kommissionens henstilling fra 2004⁶ er det forenklede prospekt ikke tilstrækkeligt udtømmende til, at investorerne kan benytte det som grundlag for deres investeringsbeslutninger. Det er for langt og kompliceret og derfor af begrænset værdi for investorerne. Samtidig er det forholdsvis dyrt og tidskrævende for branchen at fremstille det forenklede prospekt.

I hvidbogens konsekvensanalyse blev der foreslået en ny tilgang til det forenklede prospekt, nemlig i form af ændringer af direktivet med fokus på de centrale principper for investorinformation og en mulighed for at træffe

⁵ "Building an Integrated European Fund Management Industry: cross-border mergers of funds, a quick win?", Invesco, januar 2005.

⁶ Kommissionens henstilling af 27. april 2004 om visse oplysningselementer i det forenklede prospekt omhandlet i skema C i bilag I til Rådets direktiv 85/611/EØF.

gennemførelsesforanstaltninger vedrørende bestemte detaljer (f.eks. form og indhold).

3. UDFORMNING AF DE LOVGIVNINGSMÆSSIGE ÆNDRINGER, DER FORESLÅS I HVIDBOGEN

Når det gælder udformningen af nye bestemmelser, er der blevet overvejet flere forskellige muligheder. Disse muligheder er blevet vurderet med udgangspunkt i kriterierne effektivitet, markedsintegration og investorbeskyttelse. Analyseresultaterne er sammenfattet i bilaget.

3.1. Eliminere hindringer for markedsføring af fonde i andre medlemsstater

Anmeldelsesprocedure

Høringsudkastet stillede en gennemgribende ændring af anmeldelsesproceduren i udsigt. Der blev foreslået en ordning med en direkte meddelelse fra hjemlandets myndigheder til værtslandets myndigheder. Værtslandets myndigheder vil ikke kunne modsætte sig markedsføringen af behørigt godkendte investeringsinstitutter i værtslandet.

Reaktionerne på høringsudkastet viste, at der var bred tilslutning til forslagene, men der blev samtidig tilkendegivet visse bekymringer med hensyn til værtslandets myndigheders mulighed for at indføre uharmoniserede regler for reklamering. I forbindelse med udformningen af de endelige forslag har Kommissionens tjenestegrene sammenlignet to løsningsmodeller:

1) bevare den mulighed, som værtslandets myndigheder har for at gennemføre en forudgående kontrol⁷ af investeringsinstituttets markedsføringsplaner, men med kortere tid afsat til denne kontrol

2) tillade øjeblikkelig markedsføring af investeringsinstitutter i værtslandet, hvorefter myndighedernes kontrol løbende vil finde sted efterfølgende og især fokusere på de lokale afsætningskanaler.

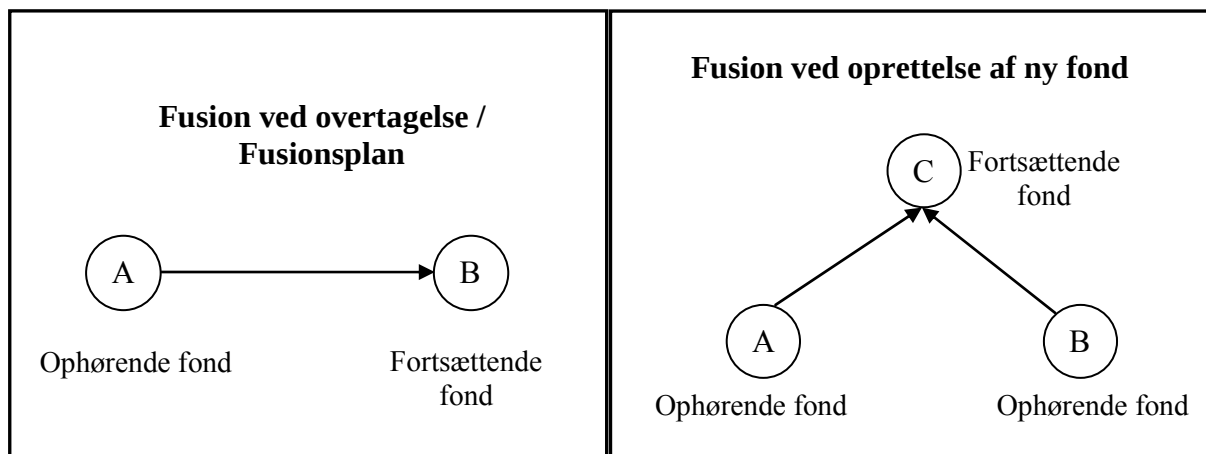
Analysen viser, at den første mulighed (forudgående kontrol) ikke vil forbedre den aktuelle situation nævneværdigt. Omkostningerne forbundet med anmeldelsesproceduren vil ikke falde mærkbart. Det vil også fortsat være usikkert, hvor længe investeringsinstitutterne vil skulle vente, før de kan påbegynde markedsføringen i værtslandet. Anmeldelsesproceduren vil dermed fortsat fungere som en hindring for adgang til markedet, mindske udbuddet af fonde for investorer og svække konkurrencekræfterne (og disses positive indflydelse på de fondsgebyrer, investorerne skal betale). Det er med andre ord kun en radikal forenkling af proceduren, der vil kunne sikre en virkelig positiv effekt. Denne effekt kan opnås ved at vælge den anden mulighed. Det er blevet hævdet, at hvis værtslandets forudgående kontrol afskaffes, er der risiko for en forringelse af investorbeskyttelsen, men konsekvensanalysen tyder på, at denne risiko er forholdsvis lille.

3.2. Standse udbredelsen af små fonde

a) Fondsfusioner

⁷ Det vil sige før markedsføringen af investeringsinstituttet i værtslandet (tilsvarende finder efterfølgende kontroller sted, når først investeringsinstituttet er blevet markedsført i værtslandet).

Høringsudkastet gav de interesserede parter et foreløbigt indtryk af EU's lovgivningsmæssige rammer for fusioner af investeringsinstitutter. De vil efter planen dække en række almindeligt anvendte fusionsteknikker (se figurerne nedenfor) og gælde for såvel indenlandske som grænseoverskridende fusioner. Det indeholdt også forslag til en række betingelser, som vil skulle være opfyldt for at opnå myndighedernes godkendelse, og nogle særlige bestemmelser om investorbeskyttelse.



Den foreslåede tilgang modtog almindelig tilslutning fra alle kategorier af interesserede parter. Der blev dog tilkendegivet visse bekymringer med hensyn til beskyttelsen af investorer via de foreslåede investorrettigheder. Konsekvensanalysen indeholder således en analyse af to forskellige muligheder:

- 1) der gives kun oplysninger om fusionen til den ophørende fonds investorer
- 2) der gives oplysninger om fusionen til både den ophørende og den fortsættende fonds investorer.

Konsekvensanalysen konkluderer, at ingen af disse muligheder er helt tilfredsstillende set ud fra hensynet til effektivitet og forbrugerbeskyttelse. Den første mulighed begrænser de administrative omkostninger for branchen, men kan være problematisk for beskyttelsen af investorer. Den anden mulighed medfører en minimal risiko for beskyttelsen af investorer, men er uforholdsmæssig dyr. I henhold til analysen udgør en kombination af de to muligheder den bedste løsning. Dette kunne indebære, at der systematisk gives oplysninger til den ophørende fonds investorer, og at disse oplysninger i visse tilfælde også gives til den overtagende fonds investorer. Det anbefales eksempelvis, at den myndighed, der skal tage stilling til fusionsplanen, undersøger, hvilke konsekvenser fusionen kan få for den overtagende fonds investorer, og derefter afgør, om disse investorer også skal informeres.

b) Aktivpooling

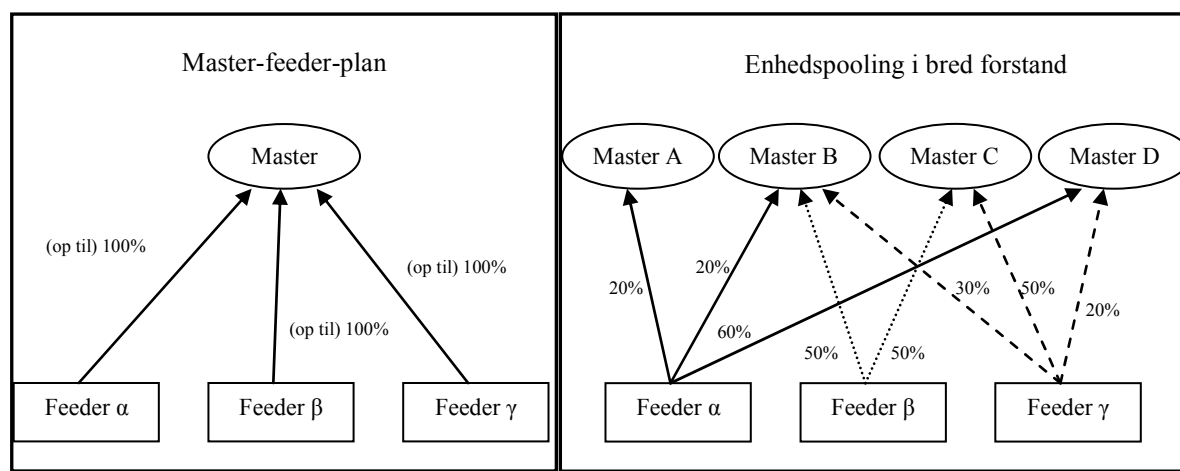
I hvidbogens konsekvensanalyse blev der peget på to mulige poolingteknikker, nemlig enhedspooling i bred forstand og såkaldte master-feeder-strukturer. Disse begreber er grafisk beskrevet nedenfor.

Høringsudkastet skitserede de ændringer af UCITS-direktivet, der vil være nødvendige for at danne de nødvendige rammer for enhedspooling. På basis af en foreløbig vurdering af konsekvenserne koncentrerede forslagene i høringsudkastet sig om master-feeder-strukturer. Respondenterne fandt, at de foreslåede rammer var forholdsvis præskriptive. Et flertal af

respondenterne tilsluttede sig den valgte enhedspoolingteknik. Der var imidlertid flere, der opfordrede Kommissionen til at fastlægge nogle rammer for enhedspooling i bred forstand. I konsekvensanalysen blev der derfor fokuseret på følgende muligheder:

1) tillade enhedspooling i bred forstand

2) tillade master-feeder-strukturer.



Enhedspooling i bred forstand kunne være meget fordelagtig for branchen. Hvis de får frihed til at skræddersy feeder-fondenes sammensætning, vil fondsudbyderne kunne tilpasse deres udbud af fonde til den fremherskende trend og investorernes efterspørgsel. Kommissionen er imidlertid af den opfattelse, at hvis denne mulighed indføres, vil det svare til, at der slækkes på de eksisterende bestemmelser om "funds of funds"⁸. Hvis der slækkes på disse diversifikationskrav, kan det få betydelige uønskede følger for investorerne. Det konkluderes derfor i konsekvensanalysen, at den simple master-feeder-løsning er at foretrække i henseende til både effektivitet og investorbeskyttelse.

3.3. Afhjælpe den manglende organisatoriske fleksibilitet

Administrationsselskabspasset

I høringsdokumentet blev det gjort forsøg på at finde den rette balance mellem et samlet administrationsselskabspas og de tilsynsmæssige hensyn. De foreslåede lovgivningsmæssige rammer omfattede bestemmelser, der tjente til at sikre, at begrebet "en fonds hjemsted" fik et minimum af substans, og til at styrke tilsynsmyndighedernes samarbejdsmekanismer.

I modsætning til de fire øvrige punkter var svarene på høringsudkastet meget divergerende med hensyn til dette forslag. Respondenter fra branchen tilkendegav skuffelse over passets anvendelsesområde. Andre, hovedsagelig nationale myndigheder, fandt, at der manglede en klar definition af myndighedernes respektive ansvarsområder. Med udgangspunkt i de fundamentale spørgsmål, der blev rejst under høringen, blev konsekvensanalysen centreret omkring følgende muligheder:

1) fastholde status quo (dvs. gøre ingenting)

⁸ En "fund of funds" er en fond, hvis portefølje primært består af andele i andre fonde (og likviditet). UCITS-direktivet indeholder et sæt regler for "funds of funds", herunder en forpligtelse til at investere i mindst fem fonde.

2) gøre administrationsselskabspasset brugbart for selskabsfonde og udvide det til også at omfatte kontraktfonde

3) gøre administrationsselskabspasset brugbart for selskabsfonde.

Kommissionens analyse tyder på, at uden et administrationsselskabspas berøves branchen dels en vis fleksibilitet i forbindelse med den geografiske placering af funktioner, dels muligheden for at sikre besparelser. Siden høringsudkastet har arbejdet koncentreret sig om formuleringen af bestemmelser, der kan lukke huller i lovgivningen og fjerne eventuel usikkerhed og overbebyrdelse ved 1) at præcisere de respektive ansvarsområder for fondens tilsynsmyndighed og administrationsselskabets tilsynsmyndighed, 2) at indføre mekanismer, der sikrer, at fondstilsynsmyndigheden og depositaren har de nødvendige ressourcer til at kontrollere og sikre, at de gældende regler på fondens hjemsted overholdes, og 3) at sikre, at administrationsselskabet og dets tilsynsmyndighed yder fondstilsynsmyndigheden og depositaren al den nødvendige bistand.

Arbejdet med udformning af konkrete bestemmelser har afsløret, at dette:

- vil nødvendiggøre en omfattende informationsudveksling og indberetningsforpligtelser mellem administrationsselskabet, fondstilsynsmyndigheden, administrationsselskabets tilsynsmyndighed, fondsforvalteren og depositaren
- vil efterlade mange spørgsmål angående ansvarsfordeling ubesvaret: for at kunne overholde deres forpligtelser vil fondstilsynsmyndigheden og depositaren i vidt omfang være afhængige af administrationsselskabet og dets tilsynsmyndighed; der hersker betænkeligheder med hensyn til, om incitamenter og forpligtelser vil blive ordentligt afstemt efter hinanden
- ikke løser problemet angående kontrol med håndhævelsen, navnlig i relation til kontraktfonde; da de udgør den eneste form for investeringsinstitut i 13 medlemsstater, synes de økonomiske virkninger af et administrationsselskabspas for selskabsfonde at være begrænset.

Det konkluderes derfor i konsekvensanalysen, at de former for bestemmelser, som vil være nødvendige i forbindelse med indførelsen af et administrationsselskabspas, vil kræve et omfattende bureaukrati og medføre betydelige omkostninger, og de vil ikke helt eliminere risiciene forbundet med forvaltning af fonde på tværs af landegrænser. De potentielle ulemper synes at være større end de forventede fordele. Kommissionen foreslår derfor, at direktivet ikke ændres på dette punkt, men at status quo fastholdes, således at fondsforvaltere, der arbejder på tværs af landegrænser, gør dette efter delegationsprincippet. Kommissionen agter at anmode Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg om at fremkomme med forslag til sikre, effektive og ikke for dyre løsninger, der kan rydde de forskellige tilsynsmæssige problemer og risikostyringsproblemer af vejen.

3.4. Forbedre det forenklede prospekt

Central investorinformation

Konsekvensanalysen knyttet til hvidbogen indeholdt forslag til forskellige ændringer af det forenklede prospekt, nemlig med hensyn til dets længde, indhold og benævnelse (som nogle finder forvirrende). På det grundlag blev der i høringsudkastet lanceret en ny tilgang til investorinformation, nemlig begrebet "central investorinformation" (Key Investor

Information – KII). Desuden lanceredes tanken om et sæt fair, entydige og retvisende oplysninger. De foreslåede rammer blev som helhed vel modtaget af de interesserede parter. Ikke desto mindre havde respondenterne forskellige holdninger til det forhold, at der i henhold til forslaget ikke stilles krav om, at den centrale investorinformation skal være indeholdt i et enkelt dokument. I analysen fokuseres der derfor på virkninger af følgende to muligheder:

- 1) den centrale investorinformation udleveres som et sæt byggeklodser og ikke nødvendigvis i et enkelt dokument
- 2) den centrale investorinformation udleveres i et enkelt, selvstændigt dokument.

Byggeklodsløsningen giver større fleksibilitet, når det gælder præsentationen af oplysningerne. Det vil være muligt at tilpasse oplysningerne til typen af investor og/eller til de anvendte distributionskanaler og distributionsmetoder. Imidlertid vil et enkelt dokument med al sandsynlighed være nemmere at bruge for investorerne, som vil kunne sammenligne de forskellige produkter. Muligheden for at sammenligne fonde burde på det mellemlange sigt øge konkurrencen på markedet og dermed lægge pres på priserne (gebyrerne). Med hensyn til omkostningerne forbundet med at overholde de gældende regler kan byggeklodsløsningen forventes at påføre branchen højere tilpasningsomkostninger. Alt dette betyder, at et enkelt, selvstændigt dokument synes at være den mulighed, der bedst tilgodeser hensynet til investorbeskyttelse og effektivitet.

4. DEN FORESLÅEDE PAKKE AF FORANSTALTNINGER

I konsekvensanalysen foreslås det derfor, at der tages skridt til:

- 1) at forenkle anmeldelsesproceduren radikalt
- 2) at lette fondsfusioner
- 3) at tillade master-feeder-strukturer (pooling)
- 4) at foretage en gennemgribende omarbejdning af det forenklede prospekt.

De foreslåede foranstaltninger kan forventes at munde ud i både statiske omkostningsbesparelser for branchen og investorerne og dynamiske fordele takket være en skærpet konkurrence og produktivitetsgevinster. Den direkte effektivitetsgevinst kan forventes at løbe op i adskillige milliarder euro. Denne gevinst vil gradvis komme investorerne til gode, enten i form af et bedre afkast (takket være lavere fondsomkostninger) eller i form af lavere gebyrer takket være en skærpet konkurrence og investorerens mulighed for at foretage sammenligninger mellem fonde. Større fleksibilitet i tilrettelæggelsen og driften af fondenes aktiviteter og forenklingen af de forskellige procedurer burde resultere i nye forretningsmuligheder og, via en lettelse af den administrative byrde, styrke fondsbranchens konkurrenceevne i forhold til andre produkter og markeder. Et mere integreret investeringsfondsmarked vil også sikre de europæiske investorer et større udbud af performante fonde. Ved at bevare det høje investorbeskyttelsesniveau, som investeringsinstitutterne allerede tilbyder i dag, vil de blive endnu mere attraktive både i og uden for EU. I det lange løb vil disse positive virkninger bidrage til at styrke den økonomiske effektivitet og konkurrenceevnen, og de vil dermed bidrage til at opfylde Lissabonstrategiens målsætninger inden for denne vigtige sektor.

Bilag: Sammenfatning af konsekvensanalysen

(De foretrukne muligheder er skrevet med fed skrift)

	Effekt for:		Gunstig for:
Valgmuligheder	Investorbeskyttelse	Effektivitet	Markedsintegration
Anmeldelse			
Forudgående kontrol (af markedsføringsplaner)	+	-	nej
Løbende efterfølgende kontrol	+/$\approx$	+	ja
Fondsfusioner			
Kun oplysninger til den ophørende fonds investorer	-	+	ja
Oplysninger til alle investorer¹	+	-	nej
"Enhedspooling"			
Tillade "enhedspooling" i bred forstand	-	+/-	ja
Tillade master-feeder-strukturer	+	+	ja
Administrationsselskabspas			
Status quo²	+/-	-	nej
Administrationsselskabspas for selskabsfonde og kontraktfonde	--	$\approx$	ja
Gøre administrationsselskabspasset brugbart for selskabsfonde	-	-	ja
Forenklet prospekt			
Central investorinformation i form af byggeklodser	+/-	-	nej
Central investorinformation i form af et enkelt, selvstændigt dokument	+	+	ja

¹ Kun i visse tilfælde.

² Skønt denne valgmulighed ikke forekommer klart bedre end de andre, har analysen vist, at der er store problemer med de andre to.

Vurdering: '+' = positiv; '-' = negativ; $\approx$ = neutral.