



EUROOPA ÜHENDUSTE KOMISJON

Brüssel 12.7.2005
KOM(2005) 314 lõplik

ROHELINE RAAMAT

ELi INVESTEERIMISFONDIDE ÕIGUSRAAMISTIKU TÕHUSTAMISEKS

{SEC(2005)947}

(komisjoni esitatud)

ROHELINE RAAMAT

ELi INVESTEERIMISFONDIDE ÕIGUSRAAMISTIKU TÕHUSTAMISEKS

Sissejuhatus

Investeeringufondide valdkond on viimasel aastakümnel muutunud Euroopa kapitalituru võtmevaldkonnaks. Investeeringufondid suunavad kodumajapidamiste säästud tootlikesse investeeringutesse. Euroopa investeeringufondid haldavad praegu varasid rohkem kui 5 triljoni euro ulatuses. Käesolevas rohelises raamatus hinnatakse Euroopa Liidu õigusaktide mõju kõnealusele valdkonnale. Need õigusaktid on kehtestatud, et toetada kõige levinumate investeeringufondide – avatud investeeringufondide – arengut Euroopa turul. Avatud investeeringufondid haldavad üle 70% investeeringufondide hallatavatest varadest.

Mis on avatud investeeringufondid?

Avatud investeeringufondid (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS) on loodud eesmärgiga moodustada ühised investeeringufondid investorite vara paigutamiseks. Vastavalt avatud investeeringufondide direktiivile¹ kinnitatakse avatud investeeringufondide investeeringupoliitika ja fondihaldur teatavatel tingimustel. Avatud investeeringufonde käsitlevate õigusaktide eesmärk on tagada investorite huvide kaitse kindlal tasemel. Kõnealune eesmärk saavutatakse kehtestades ranged investeeringupiirangud, kapitali- ja avalikustamismõõdu ning tehes varade säilitamise ja fondi järelevalve ülesandeks sõltumatule depoopangale. Avatud investeeringufondidel on ühes liikmesriigis väljastatud tegevusluba, mis võimaldab neil pärast oma tegevusest teatamist pakkuda väikeinvestoritele teenuseid teistes ELi liikmesriikides.

Enamik sidusrühmi on arvamisel, et avatud investeeringufonde käsitlevad õigusaktid võiksid olla tõhusamad. Kehtivad õigusaktid ei võimalda investeeringufondide potentsiaali üleeuroopaliselt täies ulatuses kasutada. Samuti ei ole need õigusaktid piisavalt paindlikud, et vastata kiiresti areneva finantsturu väljakutsetele. Praegu puuduvad siiski mõjuvad põhjused õigusaktide põhjalikuks muutmiseks. Selle asemel tuleks keskenduda kehtiva õigusraamistiku pakutavate võimaluste täielikule ärakasutamisele. Käesolevas rohelises raamatus käsitletakse võimalusi, mis avaneksid investeeringufondide arengu soodustamiseks kehtivate õigusaktide raames lühikese ja keskpika perioodi jooksul, tagades ühtlasi investorite huvide piisava kaitsmise. Lisana esitatud tabelis on kokkuvõtte praegu kavandatud meetmetest. Vaatamata sellele, et järgmisel kahel aastal keskendutakse nendele algatustele, ei tohiks see takistada kavandamast kaugemale ulatuvaid meetmeid, mis võivad osutada vajalikuks Euroopa investeeringufondide tõhusa toimimise tagamiseks ja investorite huvide kõrgetasemeliseks kaitsmiseks.

¹ 20. detsembri 1985. aasta direktiiv 85/611/EMÜ (EÜT L 375, 31.12.1985, lk 3), mida on muudetud muuhulgas 21. jaanuari 2002. aasta direktiiviga 2001/107/EÜ (edaspidi „Fondivalitseja direktiiv“; EÜT L 41, 13.2.2002, lk 20) ja 21. jaanuari 2002. aasta direktiiviga 2001/108/EÜ (edaspidi „Tootedirektiiv“; EÜT L 41, 13.2.2002, lk 35); mõlemat eespool nimetatud direktiivi nimetatakse käesolevas dokumendis UCITS III-direktiiviks.

Sotsiaalmajanduslike väljakutsete tõttu on aeg olukorra läbivaatamiseks sobiv. ELi õigusraamistik peaks võimaldama investeerimisfondidel teha kindlatel alustel põhinevaid, hästi hallatud ühisinvesteeringuid, mis sõltuvalt üksikinvestori finantssootlikkusest ja riskivalmidusest annavad suurimat võimalikku kasumit, pakkudes investoritele kogu vajaliku teabe riski ja kulude hindamiseks. Integreeritud ja tõhusalt toimiv Euroopa investeerimisfondide turg on strateegilise tähtsusega: see võib olulisel määral kaasa aidata pensionide rahastamisele, suunata sääste tootlikesse investeeringutesse ja soodustada ettevõtete usaldusväärset üldjuhtimist.

Käesolevas dokumendis esitatud analüüs põhineb 2004. aasta mais avaldatud varahalduse ekspertrühma aruandel ja sellele järgnenud aruteludel liikmesriikide, Euroopa väärtpaberituru reguleerijate komitee (CESR) liikmete ja turul osalejatega. Selle mõttevahetuse käigus ja komisjoni talituste tehtud üksikasjalikes analüüsides avatud investeerimisfonde käsitlevate õigusaktide toimimise kohta² on esile kerkinud mitmeid küsimusi, mis komisjoni arvates annavad alust ulatuslikuks avalikuks aruteluks. Käesolev roheline raamat on komisjoni esimene panus sellesse arutellu.

1. ÜLDHINNANG

Avatud investeerimisfondide direktiiv on osutunud tähtsaks esimeseks sammuks integreeritud ja konkurentsivõimelise investeerimisfondide turu suunas Euroopas. 28 830 avatud investeerimisfondi haldavad 4 triljonit eurot. Avatud investeerimisfondid on tuntud nii ELi turul kui ka väljaspool seda.

Avatud investeerimisfondide tegevuslubade kasutamine on viimase viie aasta jooksul kahekordistunud. 16% avatud investeerimisfondidest on piiriüleselt tegutsevad fondid ja nende investorite hulk kasvab. Piiriüleselt tegutsevad avatud investeerimisfondid on siiski alles hakanud kindlustama oma positsioone asukohamaa turul.

Turu tõhusa toimimise seisukohast ei kasutata kõnealuse valdkonna potentsiaali seni täiel määral. Turuliidrid on ikka veel fondid, mille suurus on väiksem optimaalsest. Euroopas tegutsevad fondid on keskmiselt viis korda väiksemad kui USA vastavad fondid. Seetõttu ei saa fondid täiel määral kasu mastaabisäästudest, mis omakorda tähendab investorite puhaskasumi vähenemist.

Avatud investeerimisfondid ei ole olnud segatud investorite huvide kaitsega seotud märkimisväärsetesse finantskandaalidesse. Avatud investeerimisfondide direktiiv on loonud kindla aluse fondide hästi reguleeritud toimimiseks. Viimase aja suundumuste mõjul on riskitegureid investeerimisfondide valdkonnas siiski muutumas. Tööülesannete usaldamine avatud struktuuridele alltöövõtu korras võib suurendada operatsiooniriski või lisada huvide konflikte. Uued fondide liigid, mis põhinevad keerukamatel investeerimisstrateegiatel, võivad osutada väikeinvestorite jaoks liiga keerukaks. Erinevate investeerimisstrateegiate võimalik mõju investori huvide kaitsele ja finantsstabiilsusele ei mõisteta samuti piisavalt. Lisaks sellele konkureerivad asendustooted nagu investeerimisriskiga tooted ja sertifikaadid avatud investeerimisfondidega pikaajaliste säästude pärast. Nende toodete puhul ei ole avalikustamine ja läbipaistvus siiski alati samal tasemel investeerimisfondide pakutavaga.

² Avaldatud komisjoni talituste töödokumendina.

Käesolevas rohelises raamatus uuritakse, millises ulatuses täidab avatud investeerimisfondide raamistik praeguses muutuv keskkonnas oma eesmärged.

2. KEHTIVATE ÕIGUSAKTIDE TÕHUSTAMINE

2.1. Prioriteedid

Jaauanuaris 2002 tehti algseesse avatud investeerimisfondide direktiivi mitmeid keskse tähtsusega muudatusi. Tootedirektiiviga laiendati loetelu varadest, millesse avatud investeerimisfondid võivad investeerida. Fondivalitseja direktiiv karmistas fondivalitsejatele esitatavaid kapitali- ja korraldusnõudeid. Selle direktiiviga võimaldatakse neil osutada teatavaid teenuseid kogu ELis ja võeti kasutusele uus teavitusdokument – lihtsustatud emissiooniprosppekt. Pärast nende direktiivide jõustumist veebruaris 2004 on liikmesriikides tekkinud erimeelsusi seoses sellega, kuidas mõningaid muudetud sätteid tuleks tõlgendada ja rakendada. Fondidel on ikka veel raskusi tegevusloa kasutamise kogu ELis.

Viimastel kuudel on selgelt esikohale asetatud avatud investeerimisfondide tegevuslubade kindlustamine ja lisateabe pakkumine investorite huvide kaitseks rakendatavate meetmete kohta. Olulise panuse on sellesse andnud CESRi investeringute haldamise ekspertrühm. CESRi töösse³ kaasatud riiklike järelevalveametnike koostöövalmidus ja pühendumus on rakendusprobleemidele pragmaatiliste lahenduste leidmisel keskse tähtsusega.

Tööd jätkatakse, keskendudes järgmistele küsimustele:

1. Kõrvaldatakse ebakindlust tekitavad tegurid, mis on seotud avatud investeerimisfondide I-lt direktiivilt II-le direktiivile ülemineku ajal loodud fondide tunnustamisega. CESRi suunised on aidanud vähendada ebakindlust, mis on seotud fondidega, mille senised õigused kehtivad ka edaspidi („grandfathered funds”). Käesolevate suuniste täpne rakendamine on eriti tähtis, et tagada tegevuslubade tõrgeteta toimimine.
2. Tuleks lihtsustada fondide kogu ELi hõlmavate tegevuslubadega seotud teatamise korda, kuna liikmesriikidevahelised erinevused teavitamisprotsessi sisu, keerukuse ja pikkuse puhul on väga suured. Menetlusi on vaja lihtsustada ja leida praktilisi viise praegustesse vastutusaladesse kuuluvate küsimuste lahendamiseks. See võib hõlmata ka halduskoostöö parandamist, et vältida asukohamaa antud lubade vaidlustamist. CESR on juba alustanud tööd reguleerivate asutuste seisukohtade ühtlustamiseks selles valdkonnas.
3. Aidatakse kaasa sellele, et rakendada komisjoni soovitusi tuletisinstrumentide ja lihtsustatud emissiooniprosppekti kasutamiseks, mille eesmärk on oluliselt parandada riskijuhtimise nõudeid ja makstavate tasude läbipaistvust. CESRi uuringul põhineva esialgse analüüsi alusel võib oletada, et liikmesriikide ametiasutused, välja arvatud üksikud erandid, on hakanud käesolevaid suuniseid rakendama. Arvestades nende küsimuste tähtsust, püüab komisjon toetada arengut kesketes valdkondades nagu tasude ja kulude avalikustamise alal.

³ Komisjoni 6. juuni 2001. aasta otsuse 2001/527/EÜ alusel (EÜT L 191, 13.7. 2001, lk 43).

4. Määratletakse täpsemalt varad, millesse avatud investeerimisfond võib investeerida. Avatud investeerimisfonde käsitlevates õigusaktides on rõhutatud seda, et fondid peaksid investeerima eelkõige likviidsetesse finantsinstrumentidesse. Avatud investeerimisfondide III direktiiv jättis võimaluse tõlgendada erinevalt küsimust, kas avatud investeerimisfondid võivad varasid paigutada teatavat liiki finantsinstrumentidesse. Komisjon töötab 2006. aasta alguses täiendusena direktiivi artikli 53 punktile a välja õiguslikult siduvad selgitused nõuetele vastavate varade kohta.

1. küsimus: Kas eespool nimetatud algatused annavad piisava õiguskindluse direktiivi rakendamise suhtes?

2. küsimus: Kas direktiivi üldise rakendamisega seondub küsimusi, millele lahenduse leidmine on esmatähtis?

2.2. Kehtiva raamistiku tõhusam rakendamine

Tuleb mõelda, kas kehtivat ELi õigusraamistikku saab täiustada, et see vastaks Euroopa investeerimisfondide ees seisvatele struktuurilistele väljakutsetele, millest tähtsaimad on fondide konkurentsivõime parandamine ja investorite muutuvale nõudlusele vastamine. Välja on toodud kaks valdkonda, kus kehtiva õigusraamistiku alusel oleks vaja teha täiendavat tööd.

2.2.1. Fondivalitseja tegevusluba

Võimalust, et fondivalitsejad saaksid luua ja juhtida avatud investeerimisfonde teistes liikmesriikides, peavad mõningate selle valdkonna sektorite esindajad teeks tõhusama ja spetsialiseerunuma portfelli haldamise ning fondivalitsemise suunas. Sellele võimalusele viidati fondivalitseja direktiivis juriidiliste isikutena tegutsevate avatud investeerimisfondide puhul. Neid võimalusi ei ole siiski kasutatud, sest asjaomase direktiivi sätteid peetakse mitmeti tõlgendatavateks ja lünklikeks. Suurimat muret on tekitanud asjaolu, et fondi tegevuse kontrollimise ja fondi valitsemise jagunemine kahe erineva liikmesriigi vahel võib vähendada riskikontrolli ja investorite huvide kaitse tõhusust. Enne, kui komisjon astub kõnealuses küsimuses täiendavaid samme, soovib ta koguda täiendavaid tõendeid selle kohta, mil määral fondivalitseja tegevusloa kasutuselevõtmine võib avada uusi märkimisväärsed võimalusi äritegevuseks, ja teha kindlaks järelevalvega seotud probleemid. Komisjon avaldab 2006. aasta alguses järeldaruande, kus roheline raamatu kohta esitatud kommentaaride põhjal järeldatakse, kas ja kuidas on võimalik kasutusele võtta fondivalitseja tegevusluba.

3. küsimus: Kas fondivalitseja tegevusluba tooks volituse alusel tegutsemisega võrreldes märkimisväärselt majanduslikku lisakasu? Palun nimetage oma teabeallikad ja eeldatava kasu tõenäoline ulatus.

4. küsimus: Kas fondi järelevalvega seotud vastutuse ja fondi valitsemise jagunemine erinevate liikmesriikide vahel suurendaks operatsiooniriske või tooks kaasa uusi järelevalveprobleeme? Palun kirjeldage põhjusi, miks probleemid võivad tekkida, ja meetmeid, mida riskide tulemuslikuks haldamiseks võtta.

2.2.2. Fondiosakute levitamine, müük ja turustamine

Teine valdkond, kus selgitused võiksid osutada kasulikuks, on avatud investeerimisfondide toodete pakkumine, müük ja turustamine erainvestoritele. Investeerimistoodete keerukamaks muutudes vajavad investorid mõistetavamalt ja tarbijasõbralikumalt teavet fondide tootlikkuse ja investeeringutega seotud kulude kohta. Nõudlus nõuannete järele sobivaimate ja suurima tootlikkusega toodete kohta on kasvanud. Samuti on märgata muutusi pakkumises. Pangad avavad järk-järgult oma võrgustikud „kolmandatele valitsetavatele” fondidele. See võimaldab

pankadel keskenduda oma põhitegevusele ja meelitada ligi kliente, kes otsivad „parimat toodet turul”. Lisaks on fondiosakute turustamine, mis moodustab väärtusahela viimase lüli, Euroopa investeerimisfondide jaoks üks olulisemaid kuluallikaid (eelkõige piiriülel tasandil). Konkurents ja läbipaistvus fondiosakute levitamisel on investorite huvides. Näiteks tingimused, mille täitmisel toodet võib seaduslikult nimetada garanteeritud tootlusega fondiks („guaranteed fund”), tuleks selgelt määratleda, et vältida eksitavate müügivõtete kasutamise ohtu.

Hiljuti vastu võetud finantsinstrumentide turge käsitlev direktiiv⁴ võib aidata olulisel määral selgitada hoolduskohustusi ning riskide eest hoiatamise ja muid kohustusi, mis on investeerimisühingutel klientide suhtes, kes kaaluvad investeerimist avatud investeerimisfondi. Finantsinstrumentide turge käsitlev direktiiv võib samuti toetada fondiosakute levitamise läbipaistvamaks muutmist, kui kohaldatakse direktiivi sätteid huvide konfliktide haldamise ja neist teavitamise ning tehingute võimalikult kvaliteetse teostamise kohta.

Komisjoni talitused vaatlevad kõigepealt avatud investeerimisfondide turustamistegevuse ning fondiinvestoritele osutatavate müügi- ja nõustamisteenuste lahusust. Järgmisel etapil uuritakse puuduste analüüsi abil, kas teise tasandi õigusaktid tegevuseeskirjade ja finantsinstrumentide turge käsitleva direktiivi muude asjakohaste sätete rakendamiseks moodustavad piisava ja tõhusa aluse vahendustegevuse reguleerimiseks investeerimisfondide puhul. See analüüs on siiski võimalik teostada alles pärast teise tasandi õigusaktide vastuvõtmist.

5. küsimus: Kas suurem läbipaistvus, võrdlusvõimaluste olemasolu ja investorite vajadustega arvestamine fondiosakute levitamisel parandaks oluliselt Euroopa investeerimisfondide turu toimimist ja investorite huvide kaitset? Kas see peaks olema prioriteet?

6. küsimus: Kas investoritele investeerimistooteid müüvate ettevõtete tegevuseeskirjade selgemaks muutmine aitaks olulisel määral kaasa kõnealuse eesmärgi saavutamisele? Kas tuleks kaaluda muude meetmete võtmist (suuremat avalikustamist)?

7. küsimus: Kas on fondidega seotud konkreetseid küsimusi, mida finantsinstrumentide turge käsitleva direktiiviga sätestatud tegevuseeskirjade rakendamiseks tehtav töö ei hõlma?

3. KEHTIVAST ÕIGUSRAAMISTIKUST KAUGEMALE ULATUVAD EESMÄRGID – PIKEMAKS AJAVAHEMIKUKS SEATAVAD VÄLJAKUTSED

Euroopa investeerimisfondide valdkonnas on toimumas põhjalikud struktuurimuutused, millel on püsivad tagajärjed: pidevalt uuendatakse investeerimisstrateegiaid ja -tooteid, võetakse kasutusele uusi ettevõtetusvorme, turule tuleb konkreetsele valdkonnale keskendunud teenusepakkujaid, muutuvad osakute turustamissüsteemid, investorid on üha teadlikumad. EL peab tagama, et avalike investeerimisfondide raamistik suudab luua toimiva aluse fondide edukaks arenguks pikema aja jooksul, tagades samas investorite huvide kõrgetasemelise kaitse. Õigusraamistik peaks võimaldama fondidel osutada huvipakkuvaid ja usaldusväärselt hallatud investeerimisteenuseid, mis suudaksid investorite pärast edukalt võistelda. Järgnevalt käsitletakse võimalusi, kuidas ELi õigusraamistik saab kõnealuste eesmärkide saavutamisele

⁴ 21. aprilli 2004. aasta direktiiv 2004/39/EÜ (ELT L 145, 30.4.2004, lk 1) finantsinstrumentide turgude kohta.

paremini kaasa aidata: luues ELi raamistiku piiriülesest tegevusest tuleneva tasuvuse ja koostoime ärakasutamiseks, õigustades investorite usaldust, vältides investeerimisalaste asendustoodete vahelise konkurentsi tarbetut moonutamist ja edendades Euroopa Liidu siseste alternatiivsete investeerimisvõimaluste arengut. Neid eesmärke ei ole siiski võimalik saavutada olemasoleva raamistiku abil. Teatavatel juhtudel on eesmärkide saavutamiseks vaja teha olemasolevatesse avatud investeerimisfonde käsitlevatesse õigusaktidesse põhjalikke muudatusi või täiendusi. Avatud investeerimisfonde käsitlevate õigusaktide läbivaatamine on võimalus alustada arutelu küsimuses, kas pikemas perspektiivis tuleks ELi õigusraamistikus arvestada mõningatega neist ulatuslikematest teemadest ja kuidas seda tuleks teha.

3.1. Investeerimisfondide tasuvuse parandamine

ELi investeerimisfondide turul tegutseb liiga palju väikseid fonde ja see takistab mastaabisäästust optimaalse kasu saamist.

1. Varahalduse ekspertrühm ja teised asjaomased asutused on tõdenud, et konsolideerimine fondide piiriülese ühinemise teel oleks võimalus kulude vähendamiseks ja fondide tulemuslikkuse parandamiseks, kuid fondivalitsejad ei ole isegi siseriiklikul tasandil näidanud üles suurt innukust pakutavate toodete ühtlustamisel. Avatud investeerimisfondide direktiivis ei välistata fondide piiriülest ühinemist, kuid selles ei käsitleta mitmeid praktilisi takistusi, mis tuleks selliste ühinemiste võimaldamiseks eemaldada. Üksikud fondide piiriülased ühinemised küll toimuvad, kuid erinevuste tõttu äriõiguses ja maksusüsteemides esineb neid harva.
2. Fondide varade ühendamise võib pakkuda alternatiivse võimaluse kõnealuse valdkonna konsolideerimiseks: see võimaldaks erinevatel õiguslikel alustel põhinevaid fonde valitseda ja/või hallata ühiselt, paigutades nende varad ühte peafondi (fondide struktuur võimaldab ühel või mitmel ühesuguse investeerimispoliitikaga fondil investeerida kogu oma vara ühte ja eraldiseisvasse fondi, nn *master-feeder structures*) või kasutades infotehnoloogiat, et juhtida fonde kui ühte tervikut. Piiriülene fondide varade ühendamise on siiski seotud õiguslike, järelevalvealaste ja maksutakistustega ning märkimisväärsete tehnoloogiliste raskustega.
3. Varade haldamine ja depooteenused võiksid kasu saada edasisest ratsionaliseerimisest. Avatud investeerimisfondide direktiivis nõutakse, et fondivalitseja ja depoopank asuksid samas liikmesriigis. Varasematel aastatel peeti asukohtade lähedust ja ühist järelevalvet oluliseks fondi haldamise ning varade deponeerimise ja hoidmisega seotud ülesannete tulemuslikuks täitmiseks. Viimasel ajal on mitmed sidusrühmad toetanud suuremat vabadust depoopanga valikul. Komisjoni varasemate tähelepanekute kohaselt⁵ nõuab selline areng turul osalejate seisundi, ülesannete ja vastutusvaldkondade edasist ühtlustamist. Õigusraamistiku muudatustest tulenevate kulude ja tulude võrdlev analüüs vajab edasist tööd ning erilist tähelepanu tuleks pöörata võrdlusele tulemustega, mis oleks võimalik saavutada ülesannete ja varade haldamise teostamise kaudu volituse alusel. Komisjon teeb ettepaneku uurida, milline on fondi järelevalve ja varade haldamisega seotud vastutuse liikmesriikide vahel jagunemise mõju tõhusale järelevalvele ja investorite huvide kaitsele.

⁵ Komisjoni 30. märtsi 2004. aasta teatis KOM (2004) 207 nõukogule ja Euroopa Parlamendile.

4. Väärtpaberite (fondiosakute) märkimisega/lunastamisega seotud toimingud on liikmesriigiti erinevad. Tulemuseks on kõrged tegevuskulud ja operatsiooniriskid tehinguväärtuse ahelas. Komisjon toetab kindlalt fondide jõupingutusi fondide haldamise parandamiseks, eelkõige piiriüleste korralduste puhul. Komisjon on veendunud, et sellel alal peaksid ka tulevikus olema edasiviivaks jõuks fondid ise – ELi poliitika kujundajad peaksid sekkuma ainult siis, kui on ilmseid kooskõlastusprobleeme või ületamatuid õigusaktidest tulenevaid või poliitilisi takistusi.

8. küsimus: Kas fondide piiriülene ühinemine toob kaubanduslikku või majanduslikku kasu (puhaskasumit)? Kas enamik eeliseid oleks võimalik saavutada fondide tegevust riiklikul tasandil ratsionaliseerides?

9. küsimus: Kas soovitud eelised oleks võimalik saavutada fondide varade ühendamise teel?

10. küsimus: Kas konkurents fondide valitsemise ja/või fondiosakute turustamise tasandil on piisav tagamaks, et fondid toimivad investorite seisukohast tõhusamalt?

11. küsimus: Millised eelised ja puudused (järelevalve- või kommertsriskid) tulenevad võimalusest valida teises liikmesriigis asuv depoopank? Mil määral vähendavad valitsemine või muud korraldused vajadust seadusandliku tegevuse järele kõnealuses valdkonnas?

12. küsimus: Kas praegu toimuv kõnealuse valdkonna algatatud ühtlustamine annab soovitud tulemusi mõistliku ajavahemiku jooksul? Kas oleks vaja kaasata valitsussektor?

Kui rohelise raamatu põhjal esitatud vastused on läbi vaadatud, loob komisjon ekspertrühma ELi investeerimisfondide vähese tulemuslikkuse peamiste allikate väljaselgitamiseks. Ekspertrühm uurib ka võimalike hõlbustamismeetmete teostatavust ja tõhusust.

3.2. Investorite huvide kõrgetasemelise kaitse säilitamine

Avatud investeerimisfondide direktiivis kehtestatakse mitmed võimalused investorite huvide kaitseks. Senised investorite huvide kaitsega seotud kogemused on olnud rahuldavad. Ilmneb siiski uusi ohte ja turu ootused muutuvad. Vajalikuks võib osutada riskipõhisema lähenemise väljatöötamine investorite huvide kaitseks.

Avatud investeerimisfondide III direktiivis sätestatud investorite huvide täpsustatud kaitsemeetmele tuleks anda aega oma tõhususe tõestamiseks. CESR püüab lähendada ELi seadusandjate seisukohti avatud investeerimisfondide valitsejate huvide konfliktide ennetamise ja investorite huvide kaitsemeetmete suhtes, mida käsitletakse direktiivi 2001/107/EÜ muudetud artikli 5 punktides f ja h. Komisjon arvab siiski, et avatud investeerimisfondidel võib ametlike investeerimispiirangute tõttu tekkida pikemas perspektiivis raskusi rahandusvaldkonnas toimuvate uuenduste ja osakute keerukamate levitamissüsteemide arenguga kaasaskäimisel. See võib kaasa tuua vajaduse süstemaatilisemalt hinnata peamisi riske investeerimisfondide väärtusteahela igal etapil. Investeerimisfondide eesmärk nende endi sõnade järgi on saada väikeinvestorite peamiseks investeerimisviisiks ning seepärast jätkab komisjon tööd investorite huvide kaitsemeetmete tugevdamiseks. Rahvusvahelise Väärtpaberijärelevalve Organisatsiooni alalise komitee tehtav töö investeringute haldamise alal võib olla lähtekohaks kõnealuste küsimuste üleeuroopalisele arutelule.

13. küsimus: Kas range kinnipidamine ametlikest investeerimispiirangutest tagab jätkusuutliku lähenemisviisi investorite huvide kõrgetasemelise kaitse kindlustamisel?

14. küsimus: Kas fondivalitseja ja depoopanga tasandil võetavad kaitsemeetmed on piisavalt tõhusad, et võidelda võimalike riskidega avatud investeerimisfondide valitsemisel ja haldamisel? Millised muud meetmed võiksid olla vajalikud investorite huvide kõrgetasemelise kaitse säilitamiseks?

3.3. Asendustoodete tekitatud konkurents

Avatud investeerimisfonde käsitleva Euroopa õigusraamistikuga seotud arutelu edenedes on vajalik varahaldusvaldkonna ulatuslikum läbivaatamine. Avatud investeerimisfondid konkureerivad Euroopa väikeinvestorite säästude pärast mitmete teiste toodetega. Tooted nagu investeerimisriskiga elukindlustus või teatavad struktureeritud tooted sarnanevad osaliselt avatud investeerimisfondide toodetega. Nende toodete suhtes rakendatakse aga teisi õigusakte ja teistsugust maksustamisviisi ning nende müügi kord on erinev. Teatavates liikmesriikides on sellised konkureerivad tooted väga nõutud. Komisjonile teeb muret asjaolu, et erinevate õigusaktide kohaldamine nimetatud toodete suhtes võib mõjutada investeerimisotsuseid. Komisjon usub, et see oleks investorite jaoks tagasimineku, kui avatud investeerimisfondidega seonduvat avalikustamist vähendatakse konkureerivatest õigusaktidest tulenevalt.

15. küsimus: Kas on investorite valikuid moonutavaid tegureid, mis vajaksid ELi ja/või riikliku poliitika kujundajate erilist tähelepanu?

3.4. Euroopa alternatiivne investeerimisturg

Alternatiivsed investeerimisvõimalused, mille hulka kuuluvad riskifondid ja erakapitali investeerimisfondid, on oma koha turul kindlustanud. Need pakuvad fondi varahalduritele riskide hajutamise võimalusi, investoritele suuremat kasumit ning võivad suurendada turu likviidsust. Alternatiivsed investeerimisstrateegiad on aga keerukamad ja nendega võivad kaasnedes investoritele suuremad riskid kui tavaliste avatud investeerimisfondide puhul.

Alternatiivsed investeerimisvõimalused

- Erakapitali investeerimisfondid nõuavad pikaajalisi kohustusi investeeringute suhtes ja aktiivset osalemist investeeringute haldamisel. Erakapitali investeerimisfondide maksustamine on keerukam ja liikmesriigid ei tunnusta enamike fondide struktuure vastastikku.
- Riskifondid kasutavad mitmesuguseid menetlusviise ja vahendeid (nt ettemüük või finantsvõimendus), mida traditsioonilisemad ühised investeerimisskeemid ei saa enamasti kasutada. Riskifondid võivad olla vastaspoole riski allikaks rahaasutustele, mis neile laene annavad. Vaatamata sellele, et riskifonde ei peeta praegu oluliseks süsteemiriski allikaks nende suhtelise väiksuse ning finantsvõimenduse mõõduka ja tagatistel põhineva kasutamise tõttu, põhjustavad nende kiire kasv ja vähene läbipaistvus üha enam muret seoses nende fondide mõjuga turgudele. Reguleerivad asutused keskenduvad praegu sellele, et parandada võimalusi hinnata koguriski, mida riskifondid rahandussüsteemile kujutavad.

Erinevate siseriiklike süsteemidega kaasneb õigusliku killunemise risk, mis võib pidurdada investeerimisfondide arengut. Investeerimisfondide arenedes ja eriti siis, kui Euroopa väikeinvestoritele pakutakse üha enam alternatiivseid investeerimisvõimalusi, suureneb vajadus ühtse ja hästi läbimõeldud üleeuroopalise lähenemise järele kõnealuses valdkonnas.

Komisjon võtab arvesse arutelu käigus saadavad vastused ja loob töörühma, mille ülesanne on uurida, kas ühine reguleeriv lähenemisviis võimaldaks riskifondide ja erakapitali investeerimisfondide turu edasist arengut ELis. Töörühm võiks samuti uurida, millised meetmed aitaksid kõige tõhusamalt ületada kõnealuste fondide piiriülese arengu ees seisvaid takistusi. Lisaks sellele tuleks kontrollida muu hulgas seda, mil määral võimaldaks otsemüügi mõiste ühine määratlemine suurendada piiriüleseid pakkumisi kogenud investoritele.

16. küsimus: Mil määral suurendavad õiguslikust killunemisest tulenevad probleemid turulepääsu raskusi, mis võivad vajalikuks muuta ELi ühise lähenemisviisi väljatöötamise a) erakapitali investeerimisfondide, b) riskifondide ja riskifondide fondide jaoks?

17. küsimus: Kas erakapitali investeerimisfondide või riskifondide tegevusega on seotud ohud (investorite huvide kaitse või turu tasakaaluga seotud ohud), mis vajaksid erilist tähelepanu?

18. küsimus: Mil määral aitaks ühine otsemüügi kord ületada kogenud investoritele tehtavate piiriüleste alternatiivsete investeerimispakkumiste ees seisvaid takistusi? Kas seda turustamis- ja müügiotsust selgitamist saab rakendada eraldi nt fondivalitsejate tasandil võetavatest kõrvalmeetmetest?

3.5. Avatud investeerimisfonde käsitlevate õigusaktide ajakohastamine

Kogemused on juhtinud tähelepanu raskustele, mis kaasnevad avatud investeerimisfonde käsitlevate õigusaktide kohaldamisega muutuvates turutingimustes ja nende järjepideva rakendamise tagamisega. Avatud investeerimisfondide direktiiv viitab ohtudele, mis tekivad, kui eriti tehnilisi küsimusi püütakse reguleerida ELi esimese tasandi õigusaktidega. Osa arvamuste esitajaist – kaasa arvatud CESR – on rõhutanud direktiivi läbivaatamise vajadust vastavalt hiljuti väljatöötatud, väärt-pabereid käsitlevatele ühenduse õigusaktidele. On tehtud ettepanek täiendada funktsionaalseid ja põhimõttelisi esimese tasandi õigusakte üksikasjalike rakendusaktide ja tõhusama järelevalvealase koostööga (nn Lamfalussy lähenemisviis). Avatud investeerimisfonde käsitlevate õigusaktide ülevaatamine ei oleks ainult „kosmeetiline” toiming: sellega kaasneks valik, millises sõnastuses esimese tasandi õigusaktide kesksed põhimõtted tuleks säilitada, ning milline oleks komiteemenetlusel tehtavate otsuste reguleerimisala ja sisu. See tooks kaasa sisulisi muudatusi ja institutsionaalseid tagajärgi, mis eeldaksid hoolikat ettevalmistumist ning kaasotsustamismenetluse rakendamist. Juhul kui tulevikus peaksid selginema seisukohad avatud investeerimisfonde käsitlevatesse õigusaktidesse tehtavate vastavasisuliste muudatuste vajaduse kohta, tuleks komisjoni arvates kasutada võimalust direktiivi muutmiseks Lamfalussy lähenemisviisi kohaselt.

19. küsimus: Kas kehtivad tootepõhised normatiivsed avatud investeerimisfonde käsitlevad õigusaktid loovad püsiva ja toimiva aluse Euroopa investeerimisfondide tõhusa järelevalvega ning integreeritud turu jaoks? Millistel tingimustel või millises etapis tuleks üle minna kindlatest põhimõtetest lähtuvatele ja riskipõhistele eeskirjadele?

4. JÄRELDUSED

Avatud investeerimisfondide direktiiv on olnud lähtekohaks edukale tegevusele Euroopa investeerimisfondide valdkonnas. Avatud investeerimisfonde käsitlevad õigusaktid, sealhulgas tootepõhisele tegevusloale ja väikeinvestoritele keskendumine, on toimunud arengut soodustanud. Vaatamata sellele on levinud arvamus, et avatud investeerimisfondide direktiivis on jäetud kasutamata mõned võimalused ja kõnealust direktiivi saaks täiustada. Praegu puuduvad siiski mõjuvad põhjused õigusaktide põhjalikuks muutmiseks. Selle asemel tuleks keskenduda kehtiva õigusraamistiku pakutavate võimaluste täielikule ärakasutamisele.

Võttes arvesse kõnealuse valdkonna strateegilist tähtsust, tuleb ELi investeerimisfondide raamistiku edasisi arengusuundi ulatuslikumalt arutada. Juhul kui osa eespool nimetatud struktuurilistest probleemidest peaksid tekkima, tuleb võtta kaugeleulatuvaid meetmeid, et tagada Euroopa investeerimisfondide ulatusliku sektori varustus toimimiseks vajalike vahenditega ja pakkuda Euroopa investoritele järgmisel aastakümnel kõrgetasemelist kaitset.

Nõustamise käigus saadud vastuseid, korrapäraseid arutelusid asjaomaste sidusrühmadega ja komisjonis jätkatavat ettevalmistustööd võetakse arvesse võimalike järelmeetmete kindlaksmääramisel. Tegevusjuhised avatud investeerimisfondide raamistiku täiustamiseks kuulutatakse välja 2006. aasta alguses. Kui täiendavate õigusaktide loomine peaks osutama vajalikuks, siis eelnevad sellele ulatuslikud arutelud ning hinnatakse selle võimalikku mõju ja teostatakse kulutasuvusanalüüs.

Vastused kõnealusele konsulteerimisele tuleb saata 15. novembriks 2005 e-posti aadressil markt-consult-investmentfunds@cec.eu.int. Vastused avaldatakse komisjoni veebilehel, välja arvatud selgesõnalise taotluse korral seda mitte teha. Osana käesoleva rohelise raamatu järelmeetmetest avaldab komisjon 2006. aasta alguses tagasisidearuande, kus tehakse kokkuvõtte saadud vastustest.

Avatud investeerimisfondide raamistiku tugevdamiseks kavandatud sammud

| Teema | Meede | Ajavahe |
|---|--|---|
| Avatud investeerimisfondide direktiivi läbivaatamine | Konsultatsioonid Tagasiside avalikule arutelule; komisjoni teatis järelmeetmete kohta | juuli/november 2005 veebruari/märts 2006 |
| 1. Prioriteedid | | |
| Avatud investeerimisfondide nõuetele vastavate varade selge määramine | Rakendusaktide vastuvõtmine | märts/aprill 2006 |
| Soovitused tuletisinstrumentide ja lihtsustatud emissiooniprospetti kohta | Liikmesriikide rakendusmeetmetele antava lõpliku hinnangu avaldamine (CESR ja komisjon) | sügis 2005 |
| CESRi suunised üleminekusätete kohta | Vahearuanne siseriikliku rakendamise kohta | sügis 2005 |

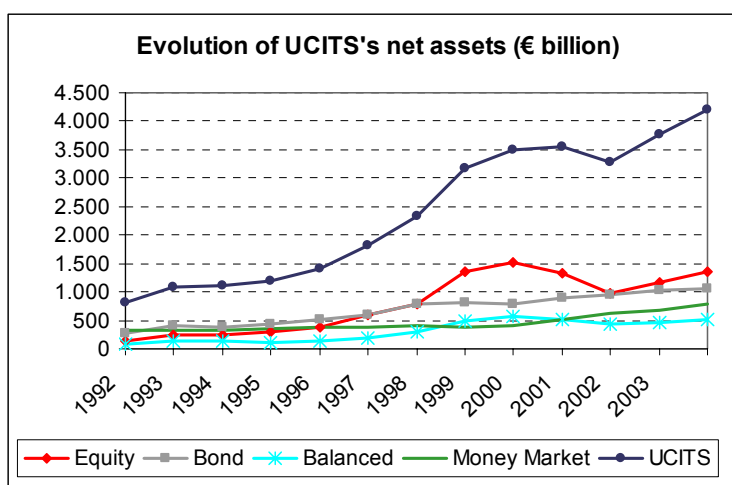
| | | |
|--|---|---|
| Teatamise kord | CESRi suunised teatamise korra kohta | sügis 2006 |
| 2. Kehtiva raamistiku tugevdamine | | |
| Fondivalitseja tegevusluba | Fondivalitseja tegevusloa (antakse äriühingutena tegutsevatele investeerimisfondidele) tõhusaks toimimiseks vajalike tingimuste analüüs | 2006. aasta algus |
| Fondiosakute levitamine, müük ja turustamine | Avatud investeerimisfondide direktiivi ja finantsinstrumentide turge käsitleva direktiivi vaheliste seoste hindamine Finantsinstrumentide turge käsitleva direktiivi teise tasandi meetmetega seotud probleemide analüüs | 2006. aasta algus 2006. aasta keskpaik |
| 3. Pikemaks ajavahemikuks seatavad eesmärgid | | |
| Äriühingute piiriülene ühinemine/fondide varade ühendamine | Ekspertide töörühma tegevus | talv 2005 – suvi 2006 |
| Investorite kaitse | Riskide ja riskikontrollide analüüs Euroopa investeerimisfondide valdkonnas (CESR ja komisjon): Rahvusvahelise Väärtpaberijärelevalve Organisatsiooni töö järelevalve; komisjoni uurimuste käivitamine ja tulemuste avaldamine | |
| Alternatiivsed investeerimisvõimalused | Ekspertide töörühma tegevus | talv 2005 – suvi 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



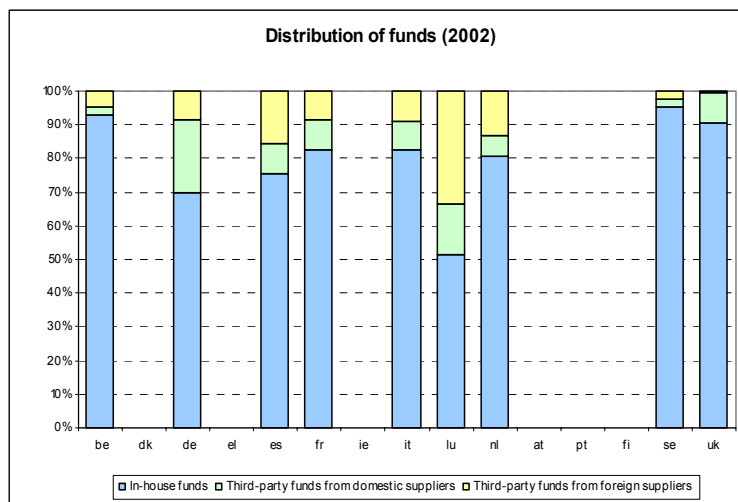
The UCITS Directive has proved an important first step towards integrated and competitive European markets for investment funds: it has been the catalyst for the growth of an industry which is increasingly investing and competing on a cross-border basis. At present, less than a fifth of all European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