



EUROOPAN YHTEISÖJEN KOMISSIO

Bryssel 12.7.2005  
KOM(2005) 314 lopullinen

**VIHREÄ KIRJA**

**EU:N SIJOITUSRAHASTOLAINSÄÄDÄNNÖN  
KEHITTÄMISESTÄ**

(SEK(2005) 947)

(komission esittämä)

## VIHREÄ KIRJA

### EU:N SIJOITUSRAHASTOLAINSÄÄDÄNNÖN KEHITTÄMISESTÄ

#### Johdanto

Sijoitusrahastoala on kasvanut viime vuosikymmenen aikana yhdeksi EU:n pääomamarkkinoiden avainalueeksi. Sijoitusrahastot ohjaavat kotitalouksien säästöt tuottaviin sijoituskohteisiin. Sijoitusrahastot hoitavat tällä hetkellä noin 5 biljoonan euron varoja Euroopassa. Tässä vihreässä kirjassa arvioidaan EU:n lainsäädännön vaikutusta alaan. Lainsäädännöllä on pyritty tukemaan yleisimmän sijoitusrahastotyypin eli yhteissijoitusyritysten kehitystä EU:n markkinoilla. Yhteissijoitusyritysten osuus on yli 70 prosenttia kaikkien sijoitusrahastojen hallinnoimista varoista.

#### *Mikä on yhteissijoitusyritys?*

Yhteissijoitusyritykset (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS-rahastot) ovat nimenomaan yhteistä sijoitustoimintaa varten muodostettuja sijoitussalkkuja, joiden tehtävänä on sijoittaa sijoittajilta kerättyjä varoja. Yhteissijoitusyrityksiä koskevan direktiivin (UCITS-direktiivin)<sup>1</sup> mukaisesti yhteissijoitusyritysten sijoituspolitiikka ja rahastonhoitaja hyväksytään tietyin edellytyksin. Yhteissijoitusyrityksiä koskevan lainsäädännön tarkoituksena on määrittää tarkasti sijoittajansuojan taso. Tähän tavoitteeseen päästään tiukoilla sijoitusrajoituksilla, pääoma- ja tiedonantovaatimuksilla sekä siten, että varojen säilytyksestä ja sijoitusrahaston valvonnasta vastaa riippumaton säilytisyhteisö. Yhteissijoitusyritykset voivat tarjota palvelujaan piensijoittajille missä tahansa EU:n lainkäyttöalueella edellyttäen, että ne ovat saaneet toimiluvan yhdessä jäsenvaltiossa (ns. yhden toimiluvan periaate) ja että ne ilmoittavat toiminnastaan.

Pääosa sidosryhmien edustajista katsoo, että yhteissijoitusyrityksiä koskeva lainsäädäntö voisi olla toimivampaa. Lainsäädäntö ei mahdollista sijoitusrahastoalan koko potentiaalinen hyödyntämistä parhaalla mahdollisella tavalla yleiseurooppalaisella tasolla. Se ei ole myöskään riittävän joustavaa pystyäkseen vastaamaan nopeasti kehittyvien rahoitusmarkkinoiden asettamiin haasteisiin. Tässä vaiheessa ei ole kuitenkaan pakottavaa tarvetta lainsäädännön perusteelliseen tarkistamiseen. Sen sijaan olisi keskityttävä nykyisen lainsäädännön tarjoamien mahdollisuuksien täysimääräiseen hyödyntämiseen. Tämän vuoksi tässä vihreässä kirjassa käsitellään nykyiseen lainsäädäntöön perustuvia tapoja, joilla voidaan helpottaa sijoitusrahastoalan suotuisaa kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Samalla varmistetaan riittävän korkeatasoinen sijoittajansuoja. Liitteessä esitettyyn taulukkoon on koostettu suunnitteilla olevat toimenpiteet. Vaikka seuraavien kahden vuoden ajan keskityttäisiinkin näihin aloitteisiin, tämän ei pidä estää pohdintoja kauaskantoisemmista

<sup>1</sup> Direktiivi 85/611/ETY, annettu 20 päivänä joulukuuta 1985 (EYVL L 375, 31.12.1985, s. 3), direktiivi sellaisena kuin se on muutettuna mm. direktiivillä 2001/107/EY ("rahastoyhtiödirektiivi"), annettu 21 päivänä tammikuuta 2002 (EYVL L 41, 13.2.2002, s. 20) ja direktiivillä 2001/108/EY ("tuotedirektiivi"), annettu 21 päivänä tammikuuta 2002 (EYVL L 41, 13.2.2002, s. 35); molempia viimeksi mainittuja direktiivejä kutsutaan tässä yhteisnimityksellä 'UCITS III - direktiivi'.

toimenpiteistä, jotka voivat olla tarpeen sen varmistamiseksi, että EU:n sijoitusrahastoala voi toimia tehokkaasti ja että sijoittajansuoja pysyy korkealla tasolla.

Yhteiskunnallis-taloudellisten haasteiden vuoksi nyt on kuitenkin sopiva ajankohta lainsäädännön tarkasteluun. EU:n sääntelyjärjestelmän olisi mahdollistettava se, että sijoitusrahastoala voi kehittää rakenteeltaan vakaata ja hyvin hallintoa yhteistä sijoitustoimintaa. Pyrkimyksenä on tarjota kunkin sijoittajan taloudellisen kapasiteetin ja riskinotto-kyvyn perusteella parasta mahdollista tuottoa ja antaa sijoittajille samalla kaikki tarvittavat tiedot riskien ja kulujen arvioimiseksi. Yhdentyneet ja tehokkaat EU:n sijoitusrahastomarkkinat ovat strategisesti merkittävät: ne voivat edistää tuntuvasti asianmukaista eläkkeiden rahoitusta; ne kohdentavat säästöjä tuottaviin sijoituksiin ja ne voivat edistää vakaiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmien luomista.

Tässä esitetty analyysi perustuu omaisuudenhoitoalan asiantuntijaryhmän toukokuussa 2004 julkaisemaan raporttiin ja sitä seuranneisiin keskusteluihin jäsenvaltioiden, Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitean (CESR) jäsenten ja markkinatoimijoiden kanssa. Komission yksiköiden toteuttamissa konsultoinneissa ja yhteissijoitusyrityksiä koskevan lainsäädännön toimivuuden yksityiskohtaisessa analyysissä<sup>2</sup> on tullut esiin kysymyksiä, joista pitäisi käydä laajaa julkista keskustelua. Tämän vihreän kirjan julkaiseminen on komission ensimmäinen toimenpide keskustelun käynnistämiseksi.

## 1. YLEISTÄ

Yhteissijoitusyrityksiä koskeva direktiivi on osoittautunut merkittäväksi ensiaskeleeksi kohti yhdentyneitä ja kilpailukykyisiä sijoitusrahastomarkkinoita EU:ssa. EU:ssa toimivat 28 830 yhteissijoitusyritystä hoitavat 4 biljoonan euron varoja. Yhteissijoitusyritykset ovat markkinoilla laajalti tunnettuja sekä EU:ssa että sen ulkopuolella.

Yhteissijoitusyritysten sijoitustuotekohtaisen EU:n kattavan toimiluvan (”product passport”) käyttö on kaksinkertaistunut viimeisten viiden vuoden aikana. Yhteissijoitusyrityksistä 16 prosenttia ovat todellisia rajatylittävällä tasolla toimivia sijoitusrahastoja ja yhä useammat sijoittajat ovat niistä kiinnostuneita. Rajatylittävällä tasolla toimivat yhteissijoitusyritykset ovat kuitenkin vasta alkaneet vakiinnuttaa asemiaan merkittävinä toimijoina kotijäsenvaltioidensa ulkopuolisilla markkinoilla.

Markkinoiden tehokkaan toiminnan näkökulmasta alan potentiaalia ei vielä hyödynnetä täysimääräisesti. Markkinajohtajina ovat edelleen optimaalista kokoa pienemmät sijoitusrahastot. EU:ssa toimivat sijoitusrahastot ovat keskimäärin viisi kertaa pienempiä kuin vastaavat yhdysvaltalaiset rahastot. Sijoitusrahastoala ei voi tämän vuoksi hyödyntää täysimääräisesti mittakaavaetuja, mikä supistaa sijoittajien viime kädessä saamaa nettotuottoa.

Kun yhteissijoitusyrityksiä tarkastellaan sijoittajansuojan näkökulmasta, voidaan todeta, ettei niiden toimintaan ole liittynyt merkittäviä rahoituskandaaleja. Yhteissijoitusyrityksiä koskeva direktiivi on tarjonnut vakaan perustan sijoitusrahastoalan hyvin säännellylle toiminnalle. Viimeaikaiset suuntaukset ovat kuitenkin muuttamassa toiminnan riskiominaisuuksia alalla. Operatiivisten tehtävien ulkoistaminen tai siirtyminen avoimeen rakenteeseen voivat lisätä operatiivista riskiä tai aiheuttaa eturistiriitoja. Kehittyneemmille

---

2 Julkaistu komission yksiköiden valmisteluasiakirjana.

sijoitusstrategioille perustuvat uudentyyppiset rahastot voivat käsittää piirteitä, joita piensijoittajat eivät ymmärrä hyvin. Vaihtoehtoisten sijoitusstrategioiden mahdolliset vaikutukset sijoittajansuojaan ja taloudelliseen vakauteen ymmärretään niin ikään heikosti. Lisäksi korvaavat sijoitustuotteet kuten sijoitussidonnaiset vakuutustuotteet tai sijoitustodistukset kilpailevat yhteissijoitusyritysten osuuksien kanssa pitkäaikaisista säästöistä. Ne eivät kuitenkaan välttämättä tarjoa samanlaista tiedonantovelvollisuuden ja läpinäkyvyyden tasoa.

Tässä vihreässä kirjassa tarkastellaan, miten hyvin yhteissijoitusyrityksiä koskeva sääntelykehys täyttää tavoitteensa kehittyvässä toimintaympäristössään.

## **2. NYKYISEN LAINSÄÄDÄNNÖN TEHOSTAMINEN**

### **2.1. Ensisijaiset toimet**

Tammikuussa 2002 yhteissijoitusyrityksiä koskevaan alkuperäiseen direktiiviin tehtiin monia merkittäviä muutoksia. Tuotedirektiivillä laajennettiin niiden varojen ryhmää, joihin yhteissijoitusyritykset voivat sijoittaa. Rahastoyhtiödirektiivillä tiukennettiin rahastoyhtiöiden pääomaa ja organisaatiota koskevia vaatimuksia. Sen nojalla yhteissijoitusyritykset pystyvät tarjoamaan tiettyjä palveluja koko EU:ssa ja lisäksi käyttöön otettiin uusi tiedonantoasiakirja eli yksinkertaistettu esite. Näiden direktiivien voimaantulon jälkeen helmikuussa 2004 on käynyt ilmi, että jäsenvaltiot eivät ole yksimielisiä siitä, miten eräitä muutettuja säännöksiä pitäisi tulkita ja soveltaa. Yhteissijoitusrahastoilla on siis edelleen vaikeuksia hyödyntää sijoitustuotokehtaista toimilupaa koko EU:ssa.

Viime kuukausina selkeälle etusijalle on asetettu yhteissijoitusyritysten EU:n kattavien toimilupien vakiinnuttaminen ja lisätietojen tarjoaminen sijoittajansuojavaatimuksista. Tähän on vaikuttanut ratkaisevasti CESR:n omaisuudenhoitoalan asiantuntijaryhmän panos. CESR:n välityksellä toimivien<sup>3</sup> kansallisten valvontaviranomaisten yhteistyö ja sitoutuminen asiaan on keskeisellä sijalla, kun etsitään käytännön ratkaisuja täytäntöönpano-ongelmiin.

Työ jatkuu edelleen, ja toiminnan painopistealueita ovat seuraavat:

1. Poistetaan epävarmuustekijät, jotka liittyvät sijoitusrahastojen tunnustamiseen, joka aloitettiin siirryttäessä UCITS I –direktiivistä UCITS III –direktiiviin. CESR:n antamat suuntaviivat ovat auttaneet ratkaisemaan sellaisten sijoitusrahastojen kohteluun liittyvät epävarmuusongelmat, joihin sovelletaan voimassa olevien sääntöjen jatkamista koskevaa ehtoa (”grandfathered funds”). On erittäin tärkeää, että näitä suuntaviivoja sovelletaan tarkasti yhden toimiluvan periaatteen sujuvan toiminnan varmistamiseksi.
2. Yksinkertaistetaan sijoitusrahastojen EU:n kattavaan toimilupaan liittyvää ilmoitusmenettelyä: ilmoitusvaiheen sisältö, monitahoisuus ja pituus vaihtelevat huomattavasti jäsenvaltioittain. Menettelyjä on syytä yksinkertaistaa ja on pohdittava käytännön ratkaisuja nykyisten vastuualueiden piiriin kuuluville kysymyksille. Myös hallintojenvälisiä yhteistyötä voidaan kehittää sen välttämiseksi, että kotijäsenvaltion myöntämä toimilupa kiistetään. CESR on jo aloittanut työt sääntelyviranomaisten näkemysten lähentämiseksi tällä alalla.

3

6 päivänä kesäkuuta 2001 tehdyn komission päätöksen 2001/527/EY nojalla (EYVL L 191, 13.7.2001, s. 43).

3. Edistetään johdannaissopimusten ja yksinkertaistetun esitteen käytöstä annettujen komission suositusten täytäntöönpanoa: suositusten tarkoituksena on parantaa erityisesti riskienhallintanormeja ja palkkioiden läpinäkyvyyttä. CESR:n laatimaan tarkistukseen perustuva alustava analyysi osoittaa, että jäsenvaltioiden viranomaiset ovat siirtyneet soveltamaan näitä ohjeita eräitä yksittäisiä poikkeuksia lukuun ottamatta. Koska aiheet ovat tärkeitä, komissio pyrkii edistämään kehitystä ratkaisevilla osa-alueilla, kuten tiedonantovelvollisuuden sekä palkkioiden ja kulujen osalta.
4. Selvennetään sellaisten ”omaisuuserien” määritelmää, joihin yhteissijoitusyritykset voivat sijoittaa. Yksi yhteissijoitusyrityksiä koskevan lainsäädännön kulmakivistä on se, että sijoitusrahaston olisi sijoitettava pääasiassa likvideihin rahoitusvälineisiin. UCITS III –direktiivi jätti liikkumavaraa eri tulkinnoille siitä, voivatko yhteissijoitusyritykset sijoittaa määrättyihin rahoitusvälineelajeihin. Komissio pyrkii alkuvuodesta 2006 laatimaan oikeudellisesti sitovat selvennykset soveltuvista omaisuuseristä direktiivin 53 a artiklan nojalla.

**Kysymys 1:** Tarjoavatko edellä mainitut aloitteet riittävästi oikeusvarmuutta direktiivin täytäntöönpanoon?

**Kysymys 2:** Liittyykö direktiivin käytännön täytäntöönpanoon muita kysymyksiä, jotka olisi ratkaistava ensisijaisesti?

## 2.2. Nykyisen sääntelykehiksen tehostettu hyödyntäminen

On pohdittava, voidaanko EU:n nykyistä lainsäädäntöä kehittää edelleen vastaamaan EU:n sijoitusrahastoalan merkittävimpiin rakenteellisiin haasteisiin, joita ovat varsinkin alan kilpailukyvyyn parantaminen ja sijoittajien muuttuvaan kysyntään vastaaminen. Tätä kysymystä tarkasteltaessa on ilmennyt kaksi osa-aluetta, joilla nykyistä sääntelyä voitaisiin kehittää.

### 2.2.1. Rahastoyhtiöiden EU:n kattava toimilupa

Eräät rahoitusalan edustajat pitävät rahastonhoitajille annettua mahdollisuutta perustaa yhteissijoitusyrityksiä toisiin jäsenvaltioihin ja harjoittaa toimintaa toisiin jäsenvaltioihin sijoittautuneissa yhteissijoitusyrityksissä väylänä tehokkaampaan ja erikoistuneempaan salkunhoitoon ja sijoitusrahastojen hallintaan. Rahastoyhtiödirektiivissä mainittiin tällaisesta mahdollisuudesta osakeyhtiömuotoisille yhteissijoitusyrityksille. Mahdollisuutta ei ole kuitenkaan käytännössä hyödynnetty, sillä asiaa koskevia direktiivin säännöksiä pidetään monitulkintaisina ja epätäydellisinä. Erityistä huolta on aiheuttanut se, että sijoitusrahaston valvonnan ja hoidon tapahtuminen kahdella eri lainkäyttöalueella saattaisi vähentää riskienvalvonnan ja sijoittajansuojan tehokkuutta. Ennen kuin komissio etenee tässä asiassa, se haluaa koota lisää tietoja siitä, voiko rahastoyhtiöiden EU:n kattava toimilupa tarjota tuntuvasti lisää liiketoimintamahdollisuuksia, ja selvittää valvontaan liittyvät ongelmat. Komissio laati alkuvuodesta 2006 tämän vihreän kirjan perusteella esitettyjen kommenttien pohjalta seurantaraportin. Raportissa selvitetään, voidaanko rahastoyhtiöiden EU:n kattava toimilupa saattaa voimaan ja miten se tapahtuu.

**Kysymys 3:** Tarjoaisiko rahastoyhtiöiden EU:n kattava toimilupa tuntuvasti lisää taloudellista hyötyä verrattuna toimeksiantojärjestelyihin? Mistä lähteistä tämä olisi peräisin ja mikä olisi sen laajuus?

**Kysymys 4:** Johtaisiko rahastoyhtiön valvontavastuun ja rahastonhoidon jakaminen eri lainkäyttöalueille uusiin operatiivisiin riskeihin tai valvontaongelmiin? Mitä ongelmia voisi aiheutua ja mitä olisi tehtävä tällaisten riskien hallinnan tehostamiseksi?

### 2.2.2. Rahasto-osuuksien jakelu, myynti ja markkinointi

Toinen alue, jolla selvennyksestä olisi hyötyä, on tapa, jolla yhteissijoitusyritysten sijoitustuotteita tarjotaan, myydään tai markkinoidaan yksittäisille sijoittajille. Sijoitustuotteiden monimutkaistuesssa sijoittajat tarvitsevat selkeämpiä ja käyttäjätasuisempia tietoja yhteissijoitusyrityksen toiminnan tuloksellisuudesta ja kuluista. Sopivimpia ja tuottavimpia sijoitustuotteita koskevien neuvontapalvelujen kysyntä on kasvussa. Myös tarjontapuolella on nähtävissä muutoksen merkkejä. Pankit ovat vähitellen avaamassa verkkojaan kolmansien hoitamille rahastoille. Tämä antaa pankeille mahdollisuuden keskittyä ydinliiketoimintaansa ja houkutella asiakkaita, jotka etsivät ”markkinoiden parasta tuotetta”. Rahasto-osuuksien jakeluun liittyvä osa arvoketjusta aiheuttaa merkittäviä kustannuksia sijoitusrahastoalalla EU:ssa (varsinkin rajatylittävällä tasolla). Sijoittajan olisi voitava hyötyä kilpailusta ja avoimuudesta jakelun osalta. Esimerkiksi edellytyksiä, joiden nojalla tuotetta voidaan laillisesti kutsua pääoma- tai tuottotakuurahastoksi (”guaranteed fund”), olisi myös selvennettävä väärinkäytösten riskien välttämiseksi.

Rahoitusvälineiden markkinoista äskettäin annettua direktiiviä<sup>4</sup> voitaisiin hyödyntää varsinkin selventämään huolehtimiseen, riskeistä varoittamiseen ja muihin kysymyksiin liittyviä velvoitteita, joita sijoituspalveluyrityksellä on yhteissijoitusyritykseen sijoittamista harkitsevia asiakkaitaan kohtaan. Rahoitusvälineiden markkinoista annettu direktiivi voisi myös tarjota perustan rahasto-osuuksien tarjoamisprosessin läpinäkyvyyden parantamiseksi. Tässä voitaisiin hyödyntää eturistiriitojen hallintaa ja niistä ilmoittamista sekä parasta toteutusta (”best execution”) koskevia direktiivin säännöksiä.

Komission yksiköt tarkastelevat aluksi yhteissijoitusyrityksiä koskevan markkinoinnin sekä sijoittajille tarjottujen myynti- ja neuvontapalvelujen erottelua. Seuraavassa vaiheessa selvitetään, tarjoaako rahoitusvälineiden markkinoista annettuun direktiiviin sisältyviä menettelytapasäännöksiä ja muita relevantteja säännöksiä koskeva tason 2 lainsäädännön täytäntöönpano riittävän ja toimivan perustan välitystoiminnan ohjaamiseksi sijoitusrahastoissa. Tämä analyysi voidaan kuitenkin tehdä vasta sitten, kun tason 2 säännöt on saatu valmiiksi.

**Kysymys 5:** Parantaako rahasto-osuuksien tarjonnassa sovellettava parempi läpinäkyvyys, vertailukelpoisuus ja sijoittajien tarpeiden huomiointi olennaisesti Euroopan sijoitusrahastomarkkinoiden toimintaa ja sijoittajansuojan tasoa? Pitäisikö tämä asettaa painopistealueeksi?

**Kysymys 6:** Edistetäänkö tämän tavoitteen saavuttamista merkittävästi, jos selvennetään sellaisiin yrityksiin sovellettavia menettelytapasäännöksiä, jotka markkinoivat sijoitusrahastotuotteita sijoittajille? Olisiko harkittava muita toimia (tehostettua tiedonantoa)?

**Kysymys 7:** Liittyykö sijoitusrahastoihin erityiskysymyksiä, joita ei ole katettu nyt tehtävällä valmistelutyöllä rahoitusvälineiden markkinoista annettuun direktiivin sisältyvien menettelytapasäännösten täytäntöönpanemiseksi?

### 3. NYKYISEN SÄÄNTELYKEHYKSEN JÄLKEINEN KEHITYS – PITKÄN AIKAVÄLIN HAASTEET

EU:n sijoitusrahastoalalla on käynnissä perusteellinen rakennemuutos, jolla on kestäviä vaikutuksia: uusia sijoitusstrategioita ja –tuotteita kehitetään jatkuvasti; uudenmuotoisia liiketoimintamalleja otetaan käyttöön; erikoistuneita palveluntarjoajia tulee markkinoille; tarjontajärjestelyt muuttuvat ja sijoittajat ovat entistä perehtyneempiä alaan. EU:n on varmistettava, että yhteissijoitusyrityksiä koskeva sääntelykehys pystyy tarjoamaan hyvän perustan sijoitusrahastoalan menestykselle pitkällä aikavälillä ja turvaamaan samalla korkeatasoisen sijoittajansuojan. Sääntelypuitteiden olisi mahdollistettava se, että alalla voidaan tarjota houkuttelevia ja vakaasti hoidettuja sijoitustuotteita, jotka menestyvät kilpailussa sijoittaja-asiakkaista. Seuraavassa jaksossa käsitellään tapoja, joilla EU:n sääntelykehys voi vielä edistää tämän tavoitteen saavuttamista. Voidaan luoda EU:n puitteet kustannustehokkuuden ja synergian hyödyntämiseksi rajatylittävällä tasolla; tukea sijoittajien luottamusta; välttää korvaavien sijoitustuotteiden kanssa käytävän kilpailun tarpeeton vääristyminen ja edistää sijoitusvaihtojen tervettä kehitystä EU:n sisällä. Näitä tavoitteita ei kuitenkaan voida saavuttaa nykyisen sääntelyn avulla. Tavoitteiden saavuttaminen edellyttää eräissä tapauksissa, että yhteissijoitusyrityksiä koskevaan nykyiseen lainsäädäntöön tehdään mahdollisesti huomattavia muutoksia tai soveltamisalaa laajennetaan merkittävästi. Samalla kun yhteissijoitusyrityksiä koskevaa lainsäädäntöä tarkistetaan, voidaan myös aloittaa sen selvittäminen, onko jokin näistä laaja-alaisemmista kysymyksistä syytä sisällyttää EU:n lainsäädäntöön pitkällä aikavälillä ja miten tämä olisi toteutettava?

#### 3.1. Kustannustehokkuuden parantaminen

Moni sijoitusrahasto on liian pienikokoinen, jotta EU:n sijoitusrahastoala voisi hyödyntää täysimääräisesti mittakaavaetuja.

1. Omaisuudenhoitoa käsittelevä asiantuntijaryhmä ja muut tahot ovat todenneet, että alan keskittyminen rajatylittävien sijoitusrahastofuusioiden avulla voisi auttaa supistamaan kustannuksia ja parantamaan sijoitusrahastojen tuloksia, vaikka rahastonhoitajat ovat järkeistäneet tarjoamiaan rahoitustuotteita varsin hitaasti kansallisella tasollakin. Yhteissijoitusyrityksiä koskeva direktiivi ei estä sijoitusrahastojen keskittymistä rajatylittävällä tasolla, mutta siinä ei myöskään käsitellä monia käytännön esteitä, jotka olisi poistettava tällaisen keskittymisen helpottamiseksi. Yksittäisiä sijoitusrahastofuusioita toki toteutetaan rajatylittävällä tasolla, mutta ne ovat harvinaisia yhtiöoikeuden ja verotusjärjestelmien erojen vuoksi.
2. Rahastojen varojen yhdistäminen (”fund pooling”) voi tarjota vaihtoehtoisen mahdollisuuden keskittymiskehityksen edistämiseksi alalla: näin voitaisiin sallia, että oikeudellisesti erillisiä rahastomuotoja hoidettaisiin ja/tai hallinnoitaisiin yhdessä. Tämä voitaisiin toteuttaa joko siirtämällä niiden varat päärahastoon (vrt. markkinointi-hallinnointirahastorakenteet) tai käyttämällä tietotekniikkaa, jotta rahastoja voidaan hoitaa yhtenä kokonaisuutena. Rahastojen varojen yhdistämiseen rajatylittävällä tasolla liittyy kuitenkin oikeudellisia, valvonnallisia ja verotuksellisia esteitä sekä huomattavia teknisiä haasteita.
3. Myös säilytyspalvelut voisivat hyötyä lisäjärkeistämisestä. Yhteissijoitusyrityksiä koskevassa direktiivissä edellytetään, että rahastoyhtiö ja säilytisyhteisö sijaitsevat samassa jäsenvaltiossa. Aikaisemmin läheistä sijaintia ja yhdennettyä valvontaa

pidettiin olennaisen tärkeinä sen varmistamiseksi, että sijoitusrahaston hallinnointi- ja säilytystehtävät suoritetaan tehokkaasti. Viime aikoina monet sidosryhmät ovat puolustaneet valinnanvapauden lisäämistä säilytysyhteisön valinnassa. Kuten komissio on aiemminkin todennut<sup>5</sup>, tämänsuuntainen kehitys edellyttää näiden toimijoiden aseman, tehtävien ja vastuualueiden yhdenmukaistamista edelleen. Lainsäädäntökehityksen muutosten kustannusten ja hyödyn perusteellista vertailua on jatkettava. Erityisesti on vertailtava toimeksianto- ja/tai alisäilytysjärjestelyjen avulla saavutettavia tuloksia. Komissio ehdottaa, että tutkitaan, mitä vaikutuksia tehokkaalle valvonnalle ja sijoittajansuojalle aiheutuu siitä, että sijoitusrahastoa ja varojen säilytystehtävää koskevan valvontavastuu jaetaan jäsenvaltioiden kesken.

4. Rahasto-osuuksien merkintää/lunastusta koskevien toimeksiantojen käsittelyjärjestelmät poikkeavat toisistaan eri jäsenvaltioissa. Tämä johtaa korkeisiin toimintakuluihin ja suuriin operatiivisiin riskeihin transaktion arvoketjussa. Komissio tukee vahvasti alan jatkuvia pyrkimyksiä kehittää rahastojen hallinnoinnin organisointia varsinkin rajatylittävien järjestelyjen yhteydessä. Komission saaman ensivaikutelman mukaan tämänsuuntaista kehitystä olisi jatkettava alalla: EU:n poliittisten tahojen olisi osallistuttava toimintaan vain ilmeisten koordinoitongelmien tai ylitsepääsemättömien sääntelyyn tai politiikkaan liittyvien esteiden vuoksi.

**Kysymys 8:** Tarjoavatko rajatylittävät sijoitusrahastofuusiot taloudellisia etuja (nettohyötyä)? Saavutettaisiinko pääosa eduista järkeistämällä sijoitusrahastoalan toimintaa kansallisella tasolla?

**Kysymys 9:** Saavutettaisiinko tavoitellut edut yhdistämällä rahastojen varat ("pooling")?

**Kysymys 10:** Onko kilpailu riittävää rahastonhoidon ja/tai rahasto-osuuksien tarjonnan tasolla sen varmistamiseksi, että sijoittajat hyötyvät lisääntyneestä tehokkuudesta?

**Kysymys 11:** Mitä etuja ja haittoja (valvonta- tai liiketoimintariskejä) aiheutuu mahdollisuudesta valita säilytysyhteisö toisesta jäsenvaltiosta? Missä määrin toimeksiannoilla tai muilla järjestelyillä vähennetään tarvetta lainsäädännön antamiseen näistä kysymyksistä?

**Kysymys 12:** Saavutetaanko alan edustajien käynnistämällä nykyisellä standardointipyrkimyksellä tavoitellut tulokset kohtuullisessa ajassa? Tarvitaanko julkisen sektorin toimintaa asiassa?

Kun tämän vihreän kirjan perusteella esitetyt kommentit on käyty läpi, komissio perustaa uuden asiantuntijaryhmän selvittämään tarkemmin, mitkä seikat aiheuttavat tehottomuutta EU:n sijoitusrahastoalan toiminnassa. Työryhmä tarkastelee myös mahdollisten edistämistoimien toteuttamiskelpoisuutta ja tehokkuutta.

### 3.2. Sijoittajansuojan säilyttäminen korkeatasoisena

Yhteissijoitusyrityksiä koskevassa direktiivissä säädetään monista sijoittajansuojan muodoista. Tähänastiset kokemukset sijoittajansuojan toiminnasta ovat olleet tyydyttäviä. Uusia riskejä kuitenkin ilmenee ja markkinoiden odotukset muuttuvat. Voikin olla tarpeen pohtia kattavamman riskilähtöisen lähestymistavan soveltamista sijoittajansuojaan.

5

Komission tiedonanto Euroopan parlamentille ja neuvostolle, annettu 30 päivänä maaliskuuta 2004, KOM(2004) 207.



UCITS III –direktiiviin sisältyville tarkistetuille sijoittajansuojasäännöksille olisi annettava aikaa osoittaa toimivuutensa. CESR pyrkii myös lähentämään EU:n sääntelyviranomaisten näkemyksiä yhteissijoitusyritysten johdon eturistiriitojen estämisestä ja sijoittajansuojasta, joita koskevat tarkistettut säännökset sisältyvät direktiivin 2001/107/EY 5 f ja 5 h artiklaan. Komissio katsoo kuitenkin, että yhteissijoitusyrityksiä koskevan direktiivin nojautuminen tiukkoihin sijoitusrajoituksiin voi pitkällä aikavälillä vaikeuttaa sen pysymistä ajantasaisena rahoitusalan innovaatioiden ja yhä monitahoisempien osuuksienjakojärjestelmien kanssa. Tämä voi johtaa siihen, että arvoketjun eri vaiheisiin liittyviä merkittävimpiä riskejä on arvioitava entistä järjestelmällisemmin. Koska ala pyrkii piensijoittajien yleisimmäksi sijoitusmuodoksi, komission tarkoituksena on vahvistaa jatkuvasti sijoittajansuojaa koskevia säännöksiä. IOSCO:ssa komiteatasolla (IOSCO Standing Committee on investment management) tehtävän työn tulos voi toimia lähtökohtana näiden asioiden jatkopohdinnolle EU:n tasolla.

**Kysymys 13:** Tarjoaako vahva nojautuminen sijoitusrajoituksiin kestävän lähestymistavan korkeatasoisen sijoittajansuojan varmistamiseksi?

**Kysymys 14:** Ovatko rahastoyhtiön ja säilytisyhteisön tasolla sovellettavat suojatoimenpiteet riittävän kattavia, jotta niillä voidaan ratkaista yhteissijoitusyritysten hoidossa ja hallinnoinnissa esiintyvät riskit? Mitä muita toimenpiteitä pitäisi soveltaa sijoittajansuojan säilyttämiseksi korkeatasoisena?

### **3.3. Korvaavien tuotteiden aiheuttama kilpailu**

Yhteissijoitusyrityksiä koskevaan EU:n lainsäädäntökehykseen liittyvän keskustelun edetessä on tärkeää tarkastella omaisuudenhoitoalaa laajemminkin. Yhteissijoitusyritykset kilpailevat monien muiden sijoitustuotteiden kanssa piensijoittajien säästöistä EU:ssa. Joihinkin sijoitustuotteisiin, kuten sijoitussidonnaisiin henkivakuutuksiin tai tiettyihin strukturoituihin sijoitustuotteisiin, liittyy samoja piirteitä kuin yhteissijoitusyrityksiin. Näihin sijoitustuotteisiin sovelletaan kuitenkin erilaista sääntelyä ja verotuskohtelua, ja ne myydään poikkeavin kaupankäyntimenettelyin. Eräissä jäsenvaltioissa tällaiset kilpailevat sijoitustuotteet ovat varsin suosittuja. Komissio katsoo, että tällainen eroava sääntelykohtelu voi vääristää sijoituspäätöksiä. Jos yhteissijoitusyrityksiä koskevaa tiedonantovelvollisuutta kevennettäisiin sääntelykilpailun perusteella, tämä heikentäisi komission mielestä sijoittajien asemaa.

**Kysymys 15:** Onko sijoittajien valintaa vääristäviä tekijöitä, jotka edellyttäisivät erityistä huomiota EU:n tai kansallisilta viranomaisilta?

### **3.4. Vaihtoehtoiset sijoitusmarkkinat EU:ssa**

Vaihtoehtoiset sijoitusmuodot, joihin kuuluvat vipurahastot ja pääomarahastot, ovat tulleet jäädäkseen. Ne tarjoavat omaisuudenhoitajille hajauttamismahdollisuuksia, sijoittajille mahdollisuuden parempaan tuottoon ja ne voivat lisätä markkinoiden yleistä likvidiyyttä. Vaihtoehtoiset sijoitusstrategiat ovat kuitenkin monitahoisempia ja voivat sisältää suurempia riskejä sijoittajille kuin tavanomaiset yhteissijoitusyritykset.

### *Vaihtoehtoiset sijoitusmuodot*

- Pääomarahastot merkitsevät pitkäaikaista sitoutumista sijoituksiin ja aktiivista osallistumista sijoitusten hoitoon. Pääomarahastoihin liittyvä verotuskohtelu on monimutkaisempaa ja useimmat rahastorakenteet eivät ole vastavuoroisesti tunnustettuja eri jäsenvaltioissa.
- Vipurahastot käyttävät monenlaisia menetelmiä ja rahoitusvälineitä (kuten lyhyeksimyyntiä tai luottovipua), jotka eivät yleensä ole perinteisempien yhteissijoitusyritysten käytettävissä. Vipurahastot voivat aiheuttaa vastapuoliriskin rahoituslaitoksille, jotka lainaavat niille. Vaikka vipurahastoja ei tällä hetkellä pidetä merkittävänä järjestelmäriskin aiheuttajina niiden suhteellisen pienen koon ja vaatimattoman, vakuuksiin perustuvan luottovivun käytön vuoksi, niiden nopea kasvu ja havaittu avoimuuden puute herättävät kasvavaa huolta niiden vaikutuksista markkinoihin. Sääntelyviranomaiset pyrkivät parhaillaan parantamaan mahdollisuuksiaan arvioida vipurahastojen rahoitusjärjestelmälle aiheuttamaa kokonaisriskiä.

Toisistaan poikkeaviin kansallisiin järjestelmiin liittyy riski sääntelyn sirpaloitumisesta, joka voisi haitata näiden sijoitusrahastojen kehittymistä. Alan kehittyessä ja varsinkin, jos eurooppalaisille piensijoittajille tarjotaan yhä enemmän vaihtoehtoisia sijoitusmuotoja, nähtävissä on kasvava tarve johdonmukaisen ja asiantuntevan EU:n tasoisen toimintalinjan määrittämiseen.

Komissio ottaa huomioon tässä konsultointimenettelyssä saamansa vastaukset ja perustaa työryhmän selvittämään sitä, voiko yhteinen sääntelylinja edistää vipurahastojen ja pääomarahastojen markkinoiden kehitystä EU:ssa. Työryhmä voisi myös tarkastella, mitkä toimintamuodot olisivat toimivimpia näiden rahastojen toiminnan kehittämiseksi rajatylittävällä tasolla. Lisäksi voitaisiin tarkastella mm. sitä, helpottaako yhteisen määritelmän antaminen suunnatun annin –käsitteelle (”private placement”) rajatylittävää tarjoamista kokeneille sijoittajille.

**Kysymys 16:** Johtavatko sääntelyn sirpaloitumisesta johtuvat ongelmat markkinoillepääsyongelmiin, jotka saattaisivat edellyttää yhteistä EU:n toimintalinjaa a) pääomarahastojen ja b) vipurahastojen (”hedge funds”, ”funds of hedge funds”) osalta?

**Kysymys 17:** Liittyykö pääomarahastojen tai vipurahastojen toimintaan erityisiä riskejä (sijoittajansuojan tai markkinoiden vakauden näkökulmasta), joihin pitäisi kiinnittää erityistä huomiota?

**Kysymys 18:** Missä määrin suunnattua antia (”private placement”) koskeva yhteinen järjestely helpottaisi poistamaan esteitä, joita esiintyy vaihtoehtoisten sijoitusvälineiden rajatylittävässä tarjoamisessa ammattimaisille sijoittajille? Voidaanko tätä markkinointi- ja myyntiprosessin selvennystä soveltaa riippumatta esim. rahastonhoitajan tasolla sovellettavista rinnakkaisista toimenpiteistä?

### **3.5. Yhteissijoitusyrityksiä koskevan lainsäädännön uudenaikaistaminen ?**

Saadut kokemukset ovat osoittaneet, että yhteissijoitusyrityksiä koskevien säännösten mukauttaminen vaihtuvien markkinarealiteettien mukaan ja säännösten johdonmukaisen täytäntöönpanon varmistaminen ei ole kovin yksinkertaista. Yhteissijoitusyrityksiä koskeva direktiivi osoittaa, mitä ongelmia aiheutuu, kun erittäin teknisiä kysymyksiä yritetään

säännellä ensimmäisen tason lainsäädännöllä. Eräät kommentoijat (kuten CESR) ovat kannustaneet direktiivin uudelleenlaadintaan viimeaikaisen EU:n arvopaperilainsäädännön linjoilla. On ehdotettu, että toiminnallinen ja periaatelähtöinen ensimmäisen tason lainsäädäntö korvattaisiin yksityiskohtaisilla täytäntöönpanosäännöksillä ja tehostetulla valvontayhteistyöllä (ns. Lamfalussyn lähestymistapa). Yhteissijoitusyrityksiä koskevan lainsäädännön uudelleenlaatiminen tämän mukaisesti ei kuitenkaan olisi pelkästään kosmeettista: samalla olisi ratkaistava, mitkä keskeiset periaatteet säilytettäisiin ensimmäisen tason lainsäädännössä ja miten ne muotoiltaisiin, sekä määritettävä komiteamenettelyssä tehtävien päätösten soveltamisala ja sisältö. Tästä aiheutuisi merkittäviä sisältömuutoksia ja institutionaalisia vaikutuksia, mikä edellyttäisi huolellista valmistelua ja yhteispäätösmenettelyn soveltamista. Jos mielipiteet tällaisten muutosten tarpeesta yhteissijoitusyrityksiä koskevaan lainsäädäntöön selkiytyvät jatkossa, komission mielestä tilaisuutta olisi hyödynnettävä ja direktiivin rakennetta olisi muutettava Lamfalussyn lähestymistavan mukaiseksi.

**Kysymys 19:** Muodostavatko nykyiset tuotelähtöiset ja normatiiviset yhteissijoitusyrityksiä koskevat säännökset elinkelpoisen pitkän aikavälin perustan hyvin valvotuille ja yhdentyneille EU:n sijoitusrahastomarkkinoille? Millä edellytyksillä tai missä vaiheessa olisi harkittava siirtymistä periaatelähtöisempään ja riskipohjaisempaan sääntelyyn?

#### 4. PÄÄTELMÄT

Yhteissijoitusyrityksiä koskeva direktiivi on tarjonnut lähtökohdan menestyksekkään eurooppalaisen sijoitusrahastotoiminnan kehittymiselle. Yhteissijoitusyrityksiä koskeva – sijoitustuotekohtaisiin toimilupiin ja piensijoittajan aseman korostamiseen keskittyvä – lainsäädäntö on edistänyt tätä kehitystä. Tästä huolimatta yleinen käsitys on, että yhteissijoitusyrityksiä koskeva direktiivi jättää mahdollisuuksia hyödyntämättä ja direktiiviä voidaan parantaa. Tässä vaiheessa ei ole kuitenkaan pakottavaa tarvetta lainsäädännön perusteelliseen tarkistamiseen. Sen sijaan olisi keskityttävä nykyisen lainsäädäntökehyksen tarjoamien mahdollisuuksien täysimääräiseen hyödyntämiseen.

Kun otetaan huomioon tämän alan strateginen merkitys, on pohdittava laaja-alaisesti EU:n sääntelykehyksen tulevaa suuntaa sijoitusrahastoalalla. Jos eräät edellä mainituista rakenteellisista ongelmista toteutuvat, kauaskantoinen toiminta on tarpeen sen varmistamiseksi, että EU:n laajalle sijoitusrahastoalalle tarjotaan asianmukaiset toimintavälineet ja eurooppalaisille sijoittajille tarjotaan korkeatasoinen suoja, kun siirrytään seuraavalle vuosikymmenelle.

Tässä konsultointimenettelyssä esitetyt kommentit, säännölliset keskustelut sidosryhmien kanssa ja komissiossa jatkettavat valmistelutyöt otetaan huomioon määritettäessä mahdollisia jatkotoimia. Toimintalinjoista yhteissijoitusyrityksiä koskevan sääntelykehyksen kehittämiseksi tiedotetaan alkuvuonna 2006. Jos lainsäädäntöaloitteita harkitaan, niihin sovelletaan kattavaa ennakkokonsultointia ja niiden vaikutuksia ja kustannustehokkuutta arvioidaan.

Vastaukset tähän konsultointimenettelyyn olisi lähetettävä 15. marraskuuta 2005 mennessä seuraavaan sähköpostiosoitteeseen: [markt-consult-investmentfunds@cec.eu.int](mailto:markt-consult-investmentfunds@cec.eu.int). Saadut kommentit julkistetaan komission verkkosivuilla, ellei toisin erikseen pyydetä. Osana tämän vihreän kirjan seurantatoimia komissio julkaisee alkuvuonna 2006 palauteraportin, jossa esitetään yhteenveto saaduista kommentteista.

## Yhteissijoitusyrityksiä koskevan sääntelyn kehittäminen – ehdotetut toimenpiteet

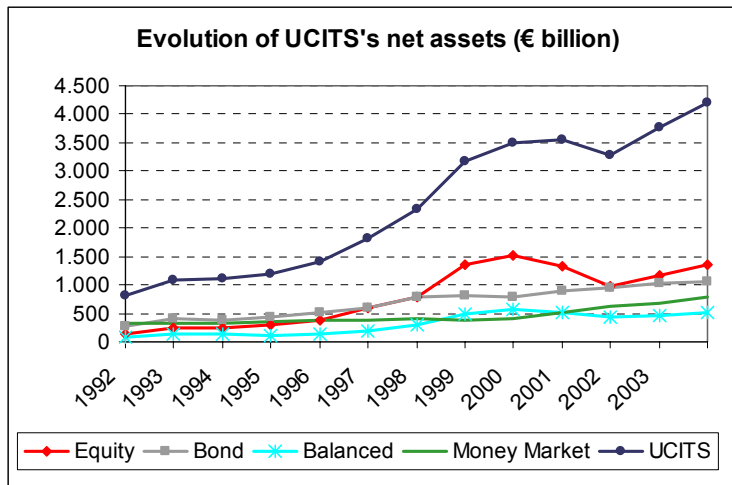
Aihe	Toimenpide	Ehdotettu ajankohta
UCITS-direktiivin tarkistaminen	Konsultointimenettely  Palauteraportti julkisesta konsultoinnista; komission lausunto jatkotoimista	heinäkuu/marraskuu 2005  helmikuu/maaliskuu 2006
<b>1. Ensisijaiset toimet</b>		
Yhteissijoitusyritysten hyväksyttävien varojen selventäminen	Täytäntöönpanosäännösten antaminen	maaliskuu/huhtikuu 2006
Suosituksien johdannaissopimuksista ja yksinkertaistetuista esitteistä	Jäsenvaltioiden täytäntöönpanotoimien lopullisen arvioinnin julkistaminen (CESR ja komissio)	syksy 2005
CESR:n suuntaviivat siirtymäsäännöksistä	Väliraportti kansallisesta täytäntöönpanosta	syksy 2005
Ilmoitusmenettelyt	CESR:n suuntaviivat ilmoitusmenettelystä	syksy 2006
<b>2. Nykyisen sääntelyn vahvistaminen</b>		
Rahastoyhtiöiden EU:n kattava toimilupa	Analyysi edellytyksistä, jotka tarvitaan rahastoyhtiötoimiluvan (osakeyhtiömuotoiset rahastoyhtiöt) tehokkaan toiminnan edistämiseksi	alkuvuonna 2006
Rahasto-osuuksien jakelu, myynti, markkinointi	Yhteissijoitusyrityksiä koskevan direktiivin ja rahoitusvälineiden markkinoista annetun direktiivin yhtymäkohtien arviointi  Ongelmien arviointi: rahoitusvälineiden markkinoista annetun direktiivin mukaan tasolla 2 toteutetuista toimista	alkuvuonna 2006  vuoden 2006 puolivälissä
<b>3. Pitkän aikavälin haasteet</b>		
Rajatylittävä sulautuminen/pooling	Asiantuntijaryhmän työ	talvi 2005 – kesä 2006
Sijoittajansuoja	EU:n sijoitusrahastoalan riskien ja riskienhallinnan analyysi (CESR ja komissio): IOSCO:n työn seuranta; komission selvitysten aloittaminen ja tulosten julkistaminen	
Vaihtoehtoiset sijoitukset	Asiantuntijaryhmän työ	talvi 2005 – kesä 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*

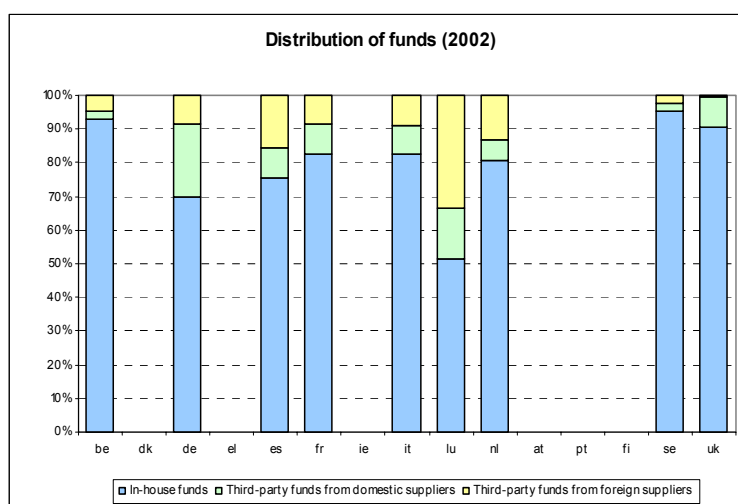


The UCITS Directive has proved an important first step towards integrated and competitive European markets for investment funds: it has been the catalyst for the growth of an industry which is increasingly investing and competing on a cross-border basis. At present, less than a fifth of all European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

<p>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 question the levels of disclosure and investor protection promoted by UCITS.</p>	<p><i>... but business is evolving and current trends may accentuate certain risks to investors.</i></p>
<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>	