



AZ EURÓPAI KÖZÖSSÉGEK BIZOTTSÁGA

Brüsszel, 12.7.2005
COM(2005) 314 végleges

ZÖLD KÖNYV

A BEFEKTETÉSI ALAPOK EU-SZINTŰ KERETÉNEK JAVÍTÁSÁRÓL

{SEC(2005)947}

(előterjesztő: a Bizottság)

ZÖLD KÖNYV

A BEFEKTETÉSI ALAPOK EU-SZINTŰ KERETÉNEK JAVÍTÁSÁRÓL

Bevezetés

A befektetési alapok ágazata egy évtized leforgása alatt az európai tőkepiacok kulcsszereplőjévé nőtte ki magát. A befektetési alapok mozgósítják a háztartási megtakarításokat és azokat produktív befektetések felé terelik. Az európai alapok jelenleg több mint 5 trillió eurónyi eszközt kezelnek. Ez a zöld könyv értékeli azon európai jogszabályok kihatásait, amelyeket az európai piacon a befektetési alapok leggyakoribb típusa – az UCITS – fejlesztésének elősegítésére vezettek be. Ezek az ágazat által kezelt eszközök több mint 70 %-át teszik ki.

Mi az UCITS?

Az UCITS (átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozások) olyan speciálisan kialakított kollektív befektetési portfóliók, amelyek kizárólag a befektetőktől származó eszközök befektetésével foglalkoznak. Az UCITS-irányelv¹ értelmében az UCITS befektetési politika és a megfelelő alapkezelő társaságok engedélyezése meghatározott követelményekhez kötött. Az UCITS jogszabályok a befektetői védelem meghatározott szintjének kialakítását célozzák. Ez szigorú befektetési korlátokon, tőke- és közzétételi követelményeken, valamint eszköz-megőrzésen és független letétmegőrző által végzett alapfelügyeleten keresztül valósul meg. Az UCITS-ok egy ún. „európai útlevél” előnyét élvezik, amely – bejelentési kötelezettség mellett – lehetővé teszi, hogy az EU bármely tagállamában felkínálják az UCITS-okat magánbefektetőknek, miután egy tagállamban engedélyezték őket.

A legtöbb érdekelt fél azon az állásponton van, hogy az UCITS-okra vonatkozó jogszabályok jobban is működhetnének: nem teszik lehetővé az alapok ágazata teljes potenciáljának páneurópai szintű optimalizálását, és nem elég rugalmasak ahhoz, hogy meg lehessen birkózni a gyorsan fejlődő pénzügyi piacok által jelentett kihívásokkal. Jelenleg azonban a jogszabályok alapvető átdolgozása nem kényszerítően szükséges. Inkább a jelenlegi jogszabályi keret lehetőségeinek kiaknázására kell összpontosítani. Ennek érdekében ez a zöld könyv azonosítja azokat a lehetőségeket, amelyekkel elő lehet mozdítani az alapok ágazatának rövid- illetve középtávú sikeres fejlesztését a meglévő jogszabályokra alapozva, és ezzel párhuzamosan garantálja a befektetői védelem szükséges magas színvonalát. A mellékelt táblázat összefoglalja a jelenleg kilátásba helyezett lépéseket. E kezdeményezéseknek az elkövetkező két évben nem szabad azonban szem elől téveszteni a nagyobb horderejű intézkedések lehetőségét, amelyek szükségesek lehetnek az európai alapok hatékony működésének biztosításához és a magas befektetői védelmi szinthez.

¹ A többek között a 2002. január 21-i 2001/107/EK irányelvvel („kezelőtársaság irányelv”, HL L 41., 2002.02.13., 20. o.) és a 2002. január 21-i 2001/108/EK irányelvvel („termék irányelv”, HL L 41., 2002.02.13., 35. o.) módosított (a szövegben mindkét irányelv mint UCITS III kerül megemlítésre) 1985. december 20-i 85/611/EGK irányelv (HL L 375., 1985.12.31., 3. o.).

A társadalmi-gazdasági kihívásoknak köszönhetően ez a felülvizsgálat időszerű. Az EU szabályozási környezetének lehetővé kell tennie az alapok ágazata számára szerkezetileg körültekintően kialakított és jól kezelt kollektív befektetések kifejlesztését, amelyek a lehető legmagasabb hozadékat biztosítják az egyedi befektetők pénzügyi kapacitásának és kockázatvállalási hajlandóságának megfelelően, és ezzel párhuzamosan biztosítani kell számukra a kockázatok és költségek értékeléséhez szükséges összes információt. A befektetési alapok integrált és hatékony európai piaci stratégiai jelentőséggel bírnak: jelentős mértékben hozzájárulhatnak a megfelelő nyugdíjalapok kialakításához; a megtakarításokat produktív befektetések irányába terelik; és a stabil vállalatirányítás húzóerejeként működhetnek.

Az e dokumentumban ismertetett elemzés az eszközzel foglalkozó szakértői csoport 2004 májusában közzétett jelentésére és a tagállamokkal, CESR tagokkal és piaci szereplőkkel ezt követően folytatott megbeszélésekre támaszkodik. E konzultációk és az UCITS-jogszabályok működésének a Bizottság szolgálatai által elvégzett részletes elemzése² számos olyan kérdésre rávilágított, amelyek a Bizottság megítélése szerint széles körű nyilvános vitára adnak okot. Ez a zöld könyv a Bizottság első hozzászólása ehhez a vitához.

1. ÁLTALÁNOS ÉRTÉKELÉS

Az UCITS-irányelv az első fontos lépésnek bizonyult a befektetési alapok integrált és versenyképes európai piaci felé. 28 830 UCITS-alap 4 trillió eurót kezel. Az UCITS-ok piaci elismertsége mind az EU-n belül, mind azon kívül széles körű.

Az UCITS „termékútlevelek” használata több mint megkétszereződött az elmúlt 5 évben. Az UCITS-ok 16 %-a határokon ténylegesen átívelő alap, és ezek a befektetések egyre nagyobb arányát vonzzák. A határokon átnyúló UCITS-ok még csak most kezdenek a fogadó országok piacain jelentős szereplővé előlépni.

A globális piaci hatékonyság szemszögéből nézve még nem aknázták ki teljes mértékben az ágazatban rejlő lehetőségeket. A piacon a szuboptimális méretű alapok a meghatározók. Az európai alapok átlagosan 5-ször kisebbek, mint a megfelelő átlagos alapok az USA-ban. Ennek eredményeként az alapok ágazata nem képes teljes mértékben kihasználni a méretgazdaságossági előnyöket – ez pedig csökkenti a befektetők nettó hozamát.

Befektetővédelmi szempontból nem volt példa olyan jelentősebb pénzügyi botrányra, amely érintette az UCITS-eket. Az UCITS-ok szilárd alapot biztosítanak az alapok jól szabályozott ágazatának. A legutóbbi ágazati trendek azonban módosítják az alapok kockázati profilját. A működési funkciók kiszervezése vagy a nyitott struktúra felé történő elmozdulások megnövekedett működési kockázatot vagy érdekellentéteket vonhatnak maguk után. Az alapok összetettebb befektetési stratégiákon alapuló új típusai olyan jellegzetességekkel bírhatnak, amelyeket a magánbefektetők nem értenek meg megfelelően. Továbbra sem tisztázottak megfelelően az alternatív befektetési stratégiák lehetséges kihatásai a befektetővédelemre és a pénzügyi stabilitásra. Emellett a helyettesítő termékek, mint pl. a részesedésekhez kapcsolódó termékek vagy részjegyek a hosszú távú megtakarításokat illetően az UCITS versenytársai. Nem feltétlenül vonatkoznak azonban ezekre egyforma közzétételi és átláthatósági követelmények.

² A Bizottság szolgálatainak munkadokumentumaként került közzétételre.

Ez a zöld könyv megvizsgálja, hogy az UCITS kerete mennyiben teljesíti célkitűzéseit ebben a változó környezetben.

2. A MEGLEVŐ JOGSZABÁLYOK KIAKNÁZÁSA

2.1. Elsőbbségi intézkedések

2002 januárjában az eredeti UCITS-irányelvet több fontos ponton módosították. A termék irányelv kiterjesztette azoknak az eszközöknek a körét, amelyekbe az UCITS-ok befektethetnek. Az alapkezelőtársaság irányelv szigorította az alapkezelő társaságokra vonatkozó tőke- és szervezeti követelményeket. Engedélyezte számukra, hogy bizonyos szolgáltatásokat az útlevél segítségével további engedélyezés nélkül külföldön is nyújthassanak, és új közzétételi dokumentumot – ún. egyszerűsített tájékoztatót – vezetett be. Ezek 2004 februárjában történt hatályba lépése óta véleménykülönbség alakult ki az egyes tagországok között abban, hogy egyes módosított rendelkezéseket hogyan kell értelmezni és alkalmazni. Az alapok továbbra is nehézségekbe ütköznek a „termékútlevél” használata során.

Az elmúlt hónapok legfőbb prioritása az UCITS-útlevél konszolidálása és az volt, hogy a befektetői védelem biztosítékairól részletesebb útmutatást nyújtsanak. E tekintetben a befektetés-kezeléssel foglalkozó CESR szakértői csoport szerepe rendkívül fontos. A nemzeti felügyeletei szervek elkötelezettsége a CESR³ keretében, valamint a velük való együttműködés központi jelentőséggel bír, hogy megtalálják a végrehajtási problémák gyakorlati megoldásait.

Ez a munka folytatódni fog, középpontjában a következők állnak majd:

1. Az UCITS I-ről az UCITS III-ra való átmenet során létrehozott alapok elismerését övező bizonytalanság megszüntetése. A CESR iránymutatások segítettek megszüntetni az átmeneti szabályok alá tartozó („grandfathered”) alapok kezelését övező bizonytalanságot. Rendkívül fontos ezeket az iránymutatásokat hitelt érdemlően olyan módon alkalmazni, amely biztosítja az európai útlevél zökkenőmentes működését.
2. Az európai útlevéllel rendelkező alapok bejelentési eljárásának egyszerűsítése: a tagállamok között erősen különböző a bejelentési eljárás tartalma, összetettsége és hossza. Áramvonalasítani kell az eljárásokat és a problémák megoldására olyan gyakorlati mechanizmusokat kell találni, amelyek a jelenlegi felelősségi körökbe tartoznak. Ez magában foglalhatja az igazgatási szervek közötti együttműködés javítását is, hogy ne legyen megkérdőjelezhető a székhely szerint ország által kiadott engedély. A CESR már dolgozik azon, hogy a szabályozó hatóságok közeledjenek egymáshoz ezen a téren.
3. A derivatívák használatára vonatkozó bizottsági ajánlások és az egyszerűsített tájékoztató alkalmazásának előmozdítása: ezek különösen a kockázatkezelési sztenderdek és a díjak átláthatóságának javítására irányulnak. A CESR felülvizsgálatán alapuló előzetes elemzés azt mutatja, hogy néhány kivételtől eltekintve a tagállami hatóságok megkezdték ezen útmutatás alkalmazását.

³ A 2001. június 6-i 2001/527/EK bizottsági határozat nyomán (HL L 191., 2001.07.13., 43. o.)

Tekintettel e kérdések jelentőségére a Bizottság a kulcsfontosságú területeken – mint pl. a díjak és a költségek közzététele – további előrelépést szorgalmaz.

4. Azon „eszközök” meghatározásának tisztázása, amelyeket az UCITS megszerezhet. Az UCITS jogszabályok egyik sarokköve az, hogy az alapnak elsősorban likvid pénzügyi eszközökbe kell befektetnie. Az UCITS III különböző felfogásoknak engedett teret arra vonatkozóan, hogy a pénzügyi eszközök bizonyos kategóriáit megszerezheti-e az UCITS. Az irányelv 53. cikkének a) pontjára tekintettel a Bizottság 2006 elején véglegesíti az eszközök elismerhetőségének jogilag kötelező erejű pontosításait.

1. kérdés: A fenti kezdeményezések elegendő jogbiztonságot eredményeznek-e az irányelv alkalmazásához?

2. kérdés: Az irányelv mindennapos alkalmazásának vannak-e olyan további problémás pontjai, amelyeket elsőbbségi feladatként kell kezelni?

2.2. A jelenlegi keret jobb kihasználása

Az EU meglévő jogszabályi keretét tovább lehet-e úgy fejleszteni, hogy kezelni lehessen az EU alapok ágazatával szembenező egyes főbb szerkezeti kihívásokat, és különösen azért, hogy javítani lehessen az ágazat versenyképességét és válaszolni lehessen a változó befektetői igényekre? Azonosításra került két olyan terület, ahol a meglévő jogszabályi keret alapján tovább lehetne haladni.

2.2.1. Az alapkezelőtársasági európai útlevél

Egyes ágazati szegmensek megítélése szerint azáltal érhető el nagyobb hatékonyság és jobb specializáció a portfólió- és alapkezelésben, ha az alapkezelőknek lehetőségük van más tagállamokban székhellyel rendelkező UCITS-ok alapítására és működtetésére. A jogi személyiségű UCITS-ok tekintetében az alapkezelőtársaság irányelv felvetette ezt a lehetőséget. Ezekkel a lehetőségekkel azonban nem éltek, mivel az irányelv félreérthető és nem teljes. Aggályok merültek fel különösen azzal kapcsolatban, hogy az alap és kezelője felügyeletének két joghatóság közötti megosztása veszélyeztetheti a kockázatellenőrzések hatékonyságát és a befektetővédelmet. A Bizottság – mielőtt további lépéseket tenne ebben a tekintetben – alaposabban meg kívánja vizsgálni, hogy az alapkezelőtársasági európai útlevél milyen mértékben szabadíthat fel további, jelentős gazdasági lehetőségeket, és azonosítani kívánja az ezzel kapcsolatos felügyeleti problémákat. A Bizottság az ezen zöld könyvre beérkező válaszok alapján a 2006 eleji utókövető jelentésében közli, hogy az alapkezelőtársasági európai útlevelet be lehet-e vezetni, illetve hogy ezt hogyan kell majd megvalósítani.

3. kérdés: A hatékony alapkezelőtársasági európai útlevél biztosítana-e további jelentős gazdasági előnyöket az átruházási megállapodásokhoz képest? Kérjük tüntesse fel a forrásokat és a várt előnyök valószínűsíthető nagyságrendjét.

4. kérdés: Az alapkezelőtársaság és az alap felügyeleti felelősségének két joghatóság közötti megosztása eredményezne-e további működési kockázatokat vagy felügyeleti problémákat? Kérjük ismertesse a problémaforrásokat és azokat a lépéseket, amelyeket e kockázatok hatékony kezelésére kellene megtenni.

2.2.2. Az alapok forgalmazása, értékesítése, hirdetése

Az UCITS-ok egyéni befektetőknek való felkínálásának, értékesítésének és meghirdetésének módja a második terület, ahol előnyös lehetne a pontosítás. Mivel a termékek összetettebbek,

a befektetőknek jobb és felhasználóbarátabb közzétételekre van szükségük az alapok teljesítményét és a díjakat illetően. Fokozott igény jelentkezik a legalkalmasabb és legjobban teljesítő termékekkel kapcsolatos tanácsadásra. A kínálati oldal szintén átalakulóban van. A bankok fokozatosan megnyitják hálózataikat harmadik felek alapjai számára. Ez lehetővé teszi számukra, hogy fő feladataikra összpontosítsanak és hogy a „piac legjobb termékét” kereső ügyfeleket vonzzák magukhoz. Végezetül elmondható, hogy az értéklánc végső, forgalmazási szakasza jelentős költséghely az alapok európai ágazatában (főként a határokon átnyúló körben). A verseny és az átláthatóság az alapok forgalmazásában hasznos módon a végső befektető érdekeit szolgálhatná. Pontosítani kell például azokat a feltételeket is, amelyek mellett egy termék törvényesen viselheti a „garantált alap” megnevezést, hogy el lehessen kerülni a visszaélészerű értékesítések kockázatait.

A pénzügyi eszközök piacairól szóló, nemrég elfogadott irányelv⁴ (Markets in financial instruments / MiFID) hasznos eszköztárnak bizonyulhat a gondossággal, a kockázati figyelmeztetésekkel vagy egyéb kötelezettségekkel kapcsolatos összes feladat tisztázására, amelyekkel a befektetési vállalkozás az UCITS-ba befektetni szándékozó ügyfélnek tartozik. Ez az irányelv – az érdekellentétek kezelésére és közzétételére, valamint az „(ügyfélmebízások) legjobb végrehajtására” vonatkozó szabályain keresztül – a forgalmazási folyamat átláthatóságának javításához is alapul szolgálhat. A Bizottság szolgálatai első körben az UCITS-ok alap-befektetőknek nyújtott forgalmazási és értékesítési/tanácsadási szolgáltatásai közötti elkülönítést gondolják át. A második fázisban egy „eltérés-elemzés” keretében vizsgálatra kerül, hogy az üzletviteli elveket és a MiFID egyéb vonatkozó rendelkezéseit alkalmazó 2. szintű jogszabályok elegendő és hatékony alapot nyújtanak-e a befektetési alapokra vonatkozó közvetítői tevékenységekhez. Ezt az elemzést azonban csak a 2. szintű szabályok véglegesítését követően lehet elvégezni.

5. kérdés: Az alapok forgalmazása során a jobb átláthatóság, összehasonlíthatóság, valamint a befektetői igények jobb figyelembe vétele lényegesen javítja-e a befektetési alapok európai piacainak működését és a befektetővédelem szintjét? Prioritásnak kell-e lennie ennek?

6. kérdés: Az alapokat kiskereskedelemben értékesítő vállalatokra vonatkozó üzletviteli szabályok pontosítása jelentősen hozzájárul-e ehhez a célkitűzéshez? Fontolóra kell-e venni egyéb lépéseket (több információ közzététele)?

7. kérdés: Vannak-e olyan külön alap-specifikus problémák, amelyekkel nem foglalkozik a jelenleg zajló – a pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelv üzletviteli szabályainak részletes alkalmazásával kapcsolatos – munka?

3. A MEGLÉVŐ JOGSZABÁLYI KERETEN TÚL – HOSSZÚ TÁVÚ KIHÍVÁSOK

Az európai alapok alapvető szerkezeti változásokon mennek keresztül, amelyek tartós következményekkel járnak – folyamatos innováció a befektetési stratégiák és termékek terén; az üzleti modell új formái; szakosodott szolgáltatók megjelenése; folyton változó forgalmazási rendszerek; igényesebb befektetők. Európában a befektetővédelem magas szintjével párhuzamosan biztosítani kell, hogy az UCITS kerete működőképes alapja legyen az alapok ágazata hosszú távú sikeres fejlődésének. A szabályozási környezetnek lehetővé kell tennie az ágazat számára vonzó és megfelelően kezelt termékek biztosítását, amelyek sikerrel versenyezhetnek a befektetői vevőkörért. A következő szakasz azt tárgyalja, hogy az európai jogszabályi keret hogyan járulhat jobban hozzá ehhez a célkitűzéshez: szóba jöhet itt

⁴ A pénzügyi eszközök piacairól szóló, 2004. április 21-i 2004/39/EK irányelv (HL L 145., 2004.04.30., l. o.)

egy európai keret kialakítása a költséghatékonyság és a szinergiák határokon átnyúló alapon történő kiaknázására; a befektetői bizalom fenntartása; a helyettesítő befektetési termékek közötti verseny szükségtelen torzulásának elkerülése; az EU-n belüli alternatív befektetések egészséges fejlődésének bátorítása. A meglévő kereten belül azonban nem lehetséges további előrelépést elérni ezen célkitűzések irányában. Egyes esetekben szükség lesz a meglévő UCITS jogszabályok potenciálisan nagy horderejű kiigazításaira vagy kiterjesztéseire. Az UCITS felülvizsgálat emiatt lehetőséget ad az arról szóló vita elkezdéséhez, hogy az EU jogszabályi keretének hosszú távon figyelembe kell-e vennie e szélesebb körű témák egyikét és másikat, illetve hogy ezt hogyan kell majd megtenni.

3.1. Úton a költséghatékony ágazat felé

A túl sok kicsi alap jelenléte akadályozza az európai piacot abban, hogy teljes mértékben kihasználhassa a méretgazdaságossági előnyöket.

1. Az eszközzel foglalkozó szakértői csoport és mások szerint is a költségcsökkentés, valamint az alapok teljesítménye javításának egyik eszköze a nagyobb mértékű konszolidáció, amely az alapok határokon átnyúló egyesülésével valósulhat meg, ezzel szemben az alapkezelők még nemzeti szinten is csak korlátozott mértékben racionalizálják termékkínálatukat. Az UCITS-irányelv nem akadályozza meg az alapok határokon átnyúló egyesülését, de nem foglalkozik azokkal a gyakorlati akadályokkal sem, amelyek elhárítása szükséges ezen egyesülések elősegítéséhez. Esetenként sor kerül az alapok határokon átnyúló egyesülésére, de ez ritka az eltérő társasági jogi és adórendszerekből adódó nehézségek miatt.
2. Az alapok összevonása (pooling) az ágazati konszolidáció másik változata lehet: ez lehetővé tenné jogilag elkülönült alapok közös kezelését és/vagy igazgatását, vagy úgy, hogy az eszközöket egy master alapba helyezik el (ún. master-feeding struktúra), vagy pedig információtechnológia alkalmazásával, ami lehetővé teszi az alapok egyetlen alapként való kezelését. A határokon átnyúló összevonásnak (pooling) a jelentős technikai kihívások mellett jogi, felügyeleti és adókorlátai is vannak.
3. Az alapmegőrzési és letétkezelői szolgáltatásoknak szintén előnye származhatna a további racionalizálásból. Az UCITS irányelv előírja, hogy az alapkezelőtársaság és a letétkezelő ugyanabban a tagállamban legyen. A múltban alapvető fontosságúnak tekintették a földrajzi közelséget és az integrált felügyeletet az alapkezelői, letétkezelői és alapmegőrzési feladatok hatékony ellátásának biztosítására. Nemrégiben jó néhány érdekelt fél azon kívánalmának adott hangot, hogy szabadabban lehessen megválasztani a letétkezelőt. Ehhez azonban – amint erre a Bizottság korábban rávilágított⁵ – szükséges tovább harmonizálni e szereplők jogállását, feladatait és felelősségi köreit. A jogszabályi keret változtatásainak komparatív költségei és hasznai további elemzést igényelnek, és ezeket nem utolsó sorban össze kell vetni az átruházási és/vagy al-letétkezelői megállapodásokkal kapcsolatos költségekkel és hasznokkal. A Bizottság javasolja a hatékony felügyeletre és a befektetővédelemre gyakorolt hatások vizsgálatát, amelyek abból

⁵ A Bizottság 2004. március 30-i COM (2004)207 közleménye a Tanácsnak és az Európai Parlamentnek.

adódnak, hogy a tagállamok között megosztják az alapok, valamint a letétkezelői és eszközmegőrzési funkciók felügyeletéért való felelősségi köröket.

4. A befektetési jegyek jegyzési/visszavásárlási megbízásai feldolgozásának európai infrastruktúrája szétagolt. Az ügylet értékláncában ez magas működési költségeket és működési kockázatokat eredményez. A Bizottság erősen támogatja az alapkezelés megszervezésének javítására irányuló folyamatos ágazati erőfeszítéseket, különös tekintettel a határokon átnyúló megállapodásokra. A Bizottság legelső meglátása az, hogy e tekintetben az ágazatnak továbbra is vezető szerepet kell játszania: az EU politikai döntéshozóinak csak akkor kellene beavatkozniuk, amennyiben nyilvánvaló koordinációs problémák vagy leküzdhetetlen szabályozási vagy politikai akadályok lépnek fel.

8. kérdés: Az alapok határokon átnyúló összeolvadásának van-e kereskedelmi vagy közgazdasági alapja (nettó előnyök)? Többségében elérhető-e ezek a célok a nemzeti határokon belüli racionalizálással?

9. kérdés: A kívánt előnyöket el lehet érni összevonással (pooling)?

10. kérdés: Az alapkezelés és/vagy forgalmazás szintjén elég intenzív-e a verseny annak biztosítására, hogy a befektetők hasznot húzzanak a nagyobb hatékonyságból?

11. kérdés: Mely előnyök és hátrányok (felügyeleti vagy kereskedelmi kockázatok) erednek másik tagállambeli letétkezelő választásának lehetőségéből? Az átruházási és egyéb megállapodások milyen mértékben teszik szükségtelemmé a jogszabályi intézkedéseket e kérdésekben?

12. kérdés: Ön szerint a folyamatos, ágazat által vezérelt szabványosítás vezet-e ésszerű határidőn belül eredményekre? Szükséges-e a közszektor beavatkozása?

Az ezen zöld könyvre érkezett válaszok kiértékelése után a Bizottság szakértői csoportot hoz létre, hogy tovább vizsgálják a fent vázolt elégtelenségek fő forrásait az alapok európai piacán. Ennek során megfontolásra kerül a lehetséges könnyítő intézkedések megvalósíthatósága és hatékonysága.

3.2. A befektetővédelem magas szintjének fenntartása

Az UCITS irányelv számos védelmi vonalat alakít ki a befektetők védelmére. A befektetővédelmet illetően eddig kielégítő a mérleg. Azonban új veszélyek jelennek meg és a piaci elvárások változnak. Ezért szükséges lehet a befektető-védelem területén átfogóbb, kockázati alapú megközelítést megfontolni.

Az UCITS III átdolgozott befektetővédelmi intézkedéseinek időt kell hagyni, hogy beigazolódjanak. A CESR azon is dolgozik, hogy a szabályozó hatóságok közeledjenek egymáshoz az érdekellentétek megelőzése és az UCITS-kezelőkre vonatkozó befektetővédelmi intézkedések terén, a 2001/107/EK irányelv 5f. és 5h. cikkeivel történt átdolgozásnak megfelelően. A Bizottság megítélése szerint azonban az UCITS-ok hosszú távon nehézségekkel szembesülhetnek a pénzügyi innovációval és az összetettebb forgalmazási rendszerekkel való lépéstartás terén, mivel előírással befektetési korlátokhoz kell tartaniuk magukat. Ez azt jelentheti, hogy szükség van azon fő kockázatok szisztematikusabb értékelésére, amelyek az alapok ágazata értékláncának egyes szakaszaiban felmerülnek. Mivel

az ágazat a magánbefektetők favorizált befektetési eszközévé kíván válni, a Bizottság tovább dolgozik a befektetővédelmi intézkedések megerősítésén. Az e kérdésekkel kapcsolatos további, európai szintű megfontolásokhoz kiindulópontot adhat az IOSCO befektetéskezeléssel foglalkozó állandó bizottságának folyamatban lévő munkája.

13. kérdés: Fontos-e mindenképpen hagyatkozni a formális befektetési korlátokra a magas szintű befektetővédelem biztosításának érdekében?

14. kérdés: Ön szerint az óvintézkedések az alapkezelőtársaság vagy a letétkezelő szintjén eléggé megalapozottak ahhoz, hogy kezelni tudják az UCITS-ok kezelése és igazgatása során felmerülő kockázatokat? Ön szerint milyen más intézkedések jöhetnek szóba a befektetővédelem magas szintjének fenntartásához?

3.3. Helyettesítő termékek versenye

Az UCITS európai jogszabályi keretéről szóló vita előrehaladtával fontos megvizsgálni az eszközkezelés tágabban vett környezetét. Az európai befektetők magánmegtakarításaiért az UCITS mellett sok más termék is verseng. Néhány termék, mint pl. a befektetési egységekhez kötött életbiztosítás vagy bizonyos strukturált termékek az UCITS egyes jellegzetességeivel bírnak. Ezek szabályozása illetve adóztatása azonban eltérő, és értékesítésükre különböző értékesítési csatornákon kerül sor. Egyes tagállamokban széles körűen elfogadottak az ilyen versengő termékek. A Bizottság aggódik amiatt, hogy a különböző szabályozási elbánás torzíthatja a befektetési döntéseket. Megítélése szerint visszalépést jelentene a befektetők számára az, ha a szabályozási verseny miatt felhígulnának az UCITS közzétételek.

15. kérdés: Vannak-e olyan esetek, amelyek a befektetői választás torzulását eredményezik, és amelyek az európai és/vagy nemzeti politikai döntéshozók külön figyelmét igénylik?

3.4. Az alternatív befektetések európai piaca

Az alternatív befektetések – ide tartoznak a fedezeti alapok és a magántőke alapok – ágazata tartósan gyökeret vert. Az eszközkezelőknek új diverzifikációs előnyöket, a befektetőknek a magasabb hozam ígéretét kínálja, és fokozhatja a piac globális likviditását. Az alternatív befektetési stratégiák azonban összetettebbek és a befektetők számára magasabb kockázatokkal járhatnak, mint a hagyományos UCITS-ok.

Alternatív befektetések

- A magántőke alapok hosszú távú befektetési elkötelezettséget tesznek szükségessé, amelyhez hozzátartozik a kezelésükben való aktív részvétel. A magántőke alapok azonban további adóproblémákkal szembesülnek, és a legtöbb alap-struktúrát nem ismerik el kölcsönösen a különböző tagállamokban.
- A fedezeti alapok a technikák és eszközök széles skáláját alkalmazzák (mint pl. a fedezetlen eladás (short-selling) vagy tőkeáttétel), amelyek gyakran nem állnak a hagyományosabb kollektív befektetési formák rendelkezésére. A fedezeti alapok partnerkockázat forrását jelenthetik az alapoknak kölcsönt nyújtó pénzügyi intézmények számára. Viszonylag kis méretük miatt és amiatt, hogy csak korlátozott mértékben használnak biztosítékkal ellátott tőkeáttételt, ezeket jelenleg nem tekintik a rendszer

egészt érintő kockázat jelentős forrásának, de gyors növekedésük és az átláthatóság észlelt hiánya egyre inkább aggodalomra ad okot a piacra gyakorolt hatásukat illetően. A szabályozó hatóságok jelenleg azon dolgoznak, hogy egyre inkább képesek legyenek a pénzügyi rendszer fedezeti alapokkal szembeni teljes kitettségének értékelésére.

A nemzeti rendszerek különbözőségei a szabályozási széttagoltság kockázatát hordozzák magukban, ami akadályozhatja az ilyen típusú tevékenységek fejlődését. Az ágazat fejlődésével párhuzamosan és különösen abban az esetben, ha az európai magánbefektetők számára egyre elérhetőbbé válnak az alternatív befektetések, egyre inkább szükség lesz egy koherens és átgondolt megközelítésre ebben az ágazatban.

A jelen konzultációra érkező válaszok figyelembe vételével a Bizottság munkacsoportot hoz létre annak vizsgálatára, hogy a közös szabályozási megközelítés megkönnyítheti-e a fedezeti és magántőke alapok európai piacainak további fejlődését. Ez a csoport megvizsgálhatná azokat az intézkedéstípusokat, amelyek ezen alapok határokon átnyúló fejlődése akadályainak leküzdésében a leghasznosabbak lehetnek. E munka során fontolóra lehetne venni többek között azt is, hogy a „zártkörű kibocsátás” fogalmának közös felfogása mennyiben könnyítheti meg az alapok minősített befektetőknek történő határokon átnyúló felkínálását.

16. kérdés: A szabályozási széttagoltság problémái milyen mértékben eredményeznek piacra jutási problémákat, amelyek a) a magántőke alapok; b) a fedezeti alapok és a fedezeti alapok alapjainak közös EU-szintű megközelítését igénylik?

17. kérdés: Állnak-e fenn egyedi (befektetővédelmi vagy piacstabilitási szempontú) kockázatok a private equity vagy a fedezeti alapok tevékenységeivel kapcsolatosan, amelyek külön figyelmet igényelnek?

18. kérdés: A zártkörű kibocsátás közös rendszere milyen mértékben segíthetné leküzdni az alternatív befektetések – minősített befektetőknek történő, határokon átnyúló – felkínálásának korlátait? A forgalmazási és értékesítési folyamat e pontosítása végrehajtható-e az alapkezelői stb. szintű kísérő intézkedésektől függetlenül?

3.5. Az UCITS jogszabályok korszerűsítése?

A tapasztalatok rámutattak azokra a nehézségekre, amelyek az UCITS rendelkezések változó piaci viszonyokhoz való hozzáigazítása és ezek következetes alkalmazása során merülnek fel. Az UCITS irányelv arról tanúskodik, hogy a technikai kérdések első szintű, EU jogszabályokon keresztül történő szabályozásának kísérlete veszélyekkel jár. Egyes hozzászólók, ideértve a CESR-t is, az irányelvnek az EU értékpapírokról szóló legújabb jogszabályai mentén történő átdolgozását sürgetik (ezek funkcionális és alapelv alapú első szintű jogszabályok, amelyek mellett részletes végrehajtási jogszabályokra és megerősített felügyeleti együttműködésre van lehetőség (Lamfalussy megközelítés)). Az UCITS jogszabályok ilyen módon történő átdolgozása azonban nem csak „kozmetikai” jellegű feladat lenne: meg kellene választani az első szintű jogszabályokban megtartandó vezérelveket, valamint azon határozatok terjedelmét és tartalmát is ki kellene jelölni, amelyeket komitológiai alapú jogszabályokon keresztül kell meghatározni. Emiatt ez messzire menő és intézményi következményekkel járna, és ez gondos előkészítést és az együttdöntési eljárás teljes mértékű alkalmazását igényelné. Amennyiben a jövőben az a nézet kristályosodik ki, amely szerint szükséges az UCITS jogszabályok ilyen változtatása, akkor a Bizottság megítélése szerint meg kell ragadni a lehetőséget és az irányelvet át kell alakítani a Lamfalussy megközelítés mentén.

19. kérdés: A jelenlegi termék alapú és normatív UCITS jogszabályok hosszú távon biztosítják-e a befektetési alapok kellőképpen felügyelt és integrált európai piacának életképes alapját? Milyen feltételek mellett, vagy melyik fázisban kellene elmozdulni egy alapelvek által vezérelt, kockázati alapú szabályozás irányába?

4. KÖVETKEZTETÉSEK

Az UCITS az alapok sikeres európai ágazata kialakulásának sarokköveként szolgált. Az UCITS jogszabályok – a termékútlevéllel és a magánbefektetőkre való erős irányultsággal – hozzájárultak ehhez az eredményhez. E fejlemények ellenére megfogalmazódik az a vélemény, hogy az UCITS nem használ ki bizonyos lehetőségeket és hogy javítani lehetne rajta. Jelenleg azonban a jogszabályok alapvető átdolgozása nem kényszerítően szükséges. Inkább a jelenlegi jogszabályi keret lehetőségeinek kiaknázására kell összpontosítani.

Az ágazat stratégiai jelentőségére tekintettel szükséges átfogó módon átgondolni a befektetési alapok EU keretszabályának jövőbeli irányát. Amennyiben a fenti strukturális aggályok közül egyesek valóra válnának, messze menő intézkedésekre lesz szükség annak biztosítására, hogy az alapok óriási európai ágazata a megfelelő eszközökkel legyen felszerelve, és hogy az európai befektetők magas szintű védelmet élvezzenek a következő tíz évben.

Az esetleges utókövető intézkedések meghatározására figyelembe vételre kerülnek a jelen konzultációra érkező válaszok, a megfelelő érdekelt felekkel folytatott rendszeres megbeszélések és a Bizottságon belüli további előkészítő munka. Az UCITS keretszabályát javító intézkedések irányát 2006 elején jelölik majd ki. Amennyiben jogalkotási intézkedések kerülnek szóba, azok átfogó előzetes konzultáció, hatásvizsgálat és költséghatékonysági értékelés tárgyát képezik majd.

A jelen konzultációra adott válaszokat 2005. november 15-ig kell megküldeni a következő e-mail címre: markt-consult-investmentfunds@cec.eu.int. A válaszokat a Bizottság honlapján lehet majd olvasni – amennyiben nem kérik ennek ellenkezőjét. E zöld könyv utókövetésének részeként a Bizottság 2006 elején visszajelző jelentést tesz majd közzé, amely összefoglalja a beérkező hozzászólásokat.

Az UCITS keretszabályának javítása – Javasolt lépések

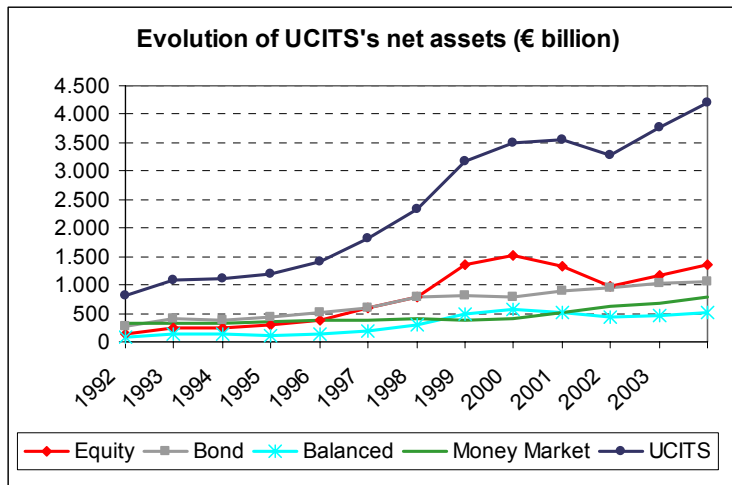
Téma	Intézkedések	Javasolt időpontok
UCITS felülvizsgálati folyamat	Konzultációs folyamat Visszajelző jelentés a nyilvános konzultációról; bizottsági nyilatkozat az utókövető intézkedésekről	2005. július/november 2006. február/március
1. Elsőbbségi intézkedések		
Az UCITS szempontjából elismerhető eszközök tisztázása	Végrehajtási jogszabályok elfogadása	2006. március/április
A derivatívákra és az egyszerűsített tájékoztatóra vonatkozó ajánlások	A tagállamok általi alkalmazás végleges értékelésének közzététele (CESR és Bizottság)	2005 ősze
CESR iránymutatások az átmeneti rendelkezésekről	Közbenső jelentés a nemzeti végrehajtásról	2005 ősze
Bejelentési eljárások	CESR iránymutatások a bejelentési eljárásokról	2006 ősze
2. A jelenlegi keretszabályának erősítése		
Alapkezelőtársasági útleveél	Az alapkezelőtársasági útleveél (jogi személyekre nézve) hatékony működésének megkönnyítéséhez szükséges feltételek elemzése	2006 eleje
Az alapok forgalmazása, értékesítése, hirdetése	Az UCITS és a MiFID (a pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelv) közötti kapcsolódás értékelése A 2. szintű MiFID intézkedések eltérés-elemzése	2006 eleje 2006 közepe
3. Hosszú távú kihívások		
Határokon átnyúló egyesülés/összevonás (pooling)	Szakértői fórumcsoportos munka	2005 tele – 2006 nyara
Befektetővédelem	Az európai befektetési alapok kockázatainak és kockázati ellenőrzéseinek elemzése (CESR és Bizottság): az IOSCO munkájának nyomon követése; bizottsági tanulmányok útnak indítása és közzététele	
Alternatív befektetések	Szakértői fórumcsoportos munka	2005 tele – 2006 nyara

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



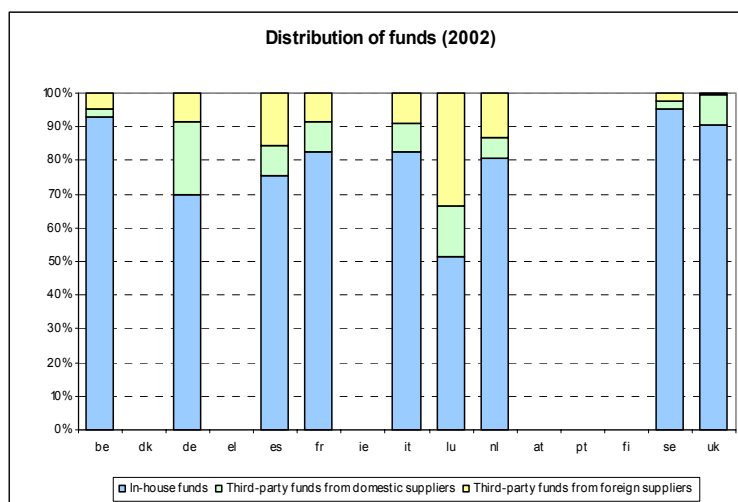
The UCITS Directive has proved an important first step towards integrated and competitive European markets for investment funds: it has been the catalyst for the growth of an industry which is increasingly investing and competing on a cross-border basis. At present, less than a fifth of all European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