



KOMISIA EURÓPSKÝCH SPOLOČENSTIEV

Brusel, 12.7.2005
KOM(2005) 314 v konečnom znení

ZELENÁ KNIHA

O ZLEPŠENÍ EU RÁMCA PRE INVESTIČNÉ FONDY

[SEC (2005) 947]

(predložená Komisiou)

ZELENÁ KNIHA

O ZLEPŠENÍ EU RÁMCA PRE INVESTIČNÉ FONDY

Úvod

V posledných desiatich rokoch rástlo odvetvie investičných fondov a stalo sa hlavným hráčom na európskych kapitálových trhoch. Investičné fondy aktivizujú úspory domácností a smerujú ich k produktívnym investíciám. Európske odvetvie investičných fondov v súčasnosti spravuje prostriedky v hodnote vyššej ako 5 biliónov eur. Táto Zelená kniha hodnotí dôsledky európskych právnych predpisov, ktoré boli prijaté na podporu rozvoja najobvyklejšieho typu investičných fondov na európskom trhu – PKIPCP. Tieto predstavujú viac ako 70 % aktív spravovaných investičnými fondmi.

Čo sú PKIPCP?

PKIPCP (podniky kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov) sú zvlášť vytvorené portfóliá kolektívneho investovania určené výhradne na investovanie aktív získaných od investorov. Podľa smernice o PKIPCP¹ sa investičná politika PKIPCP a ich správca schvaľujú v súlade so zvláštnymi požiadavkami. Právne predpisy týkajúce sa PKIPCP sa snažia o zavedenie stanovenej úrovne ochrany investorov. Táto sa dosiahne prísnyim obmedzením investovania, kapitálovými požiadavkami a požiadavkami na zverejnenie a úschovou aktív a dohľadom nad fondmi zo strany nezávislého depozitára. PKIPCP využívajú „pas“, ktorý im umožňuje, aby boli ponúkané malým investorom v akejkolvek jurisdikcii EÚ, ak sú schválené v jednom členskom štáte.

Väčšina zainteresovaných strán usudzuje, že právne predpisy týkajúce sa PKIPCP by mohli fungovať lepšie. Neumožňujú optimalizáciu celkového potenciálu fondov na celoeurópskej úrovni. Taktiež neposkytujú flexibilitu potrebnú na zvládnutie výziev vyvolaných rýchlo sa rozvíjajúcimi finančnými trhmi. V tejto fáze však neexistuje žiaden presvedčivý prípad pre základný podrobný prieskum právnych predpisov. Namiesto toho je potrebné sa zamerať na využitie možností, ktoré ponúka súčasný legislatívny rámec. Zelená kniha preto definuje spôsoby na uľahčenie úspešného rozvoja odvetvia investičných fondov z krátkodobého až strednodobého hľadiska naviazaním na súčasné právne predpisy, pričom by mala byť zároveň zaručená vysoká úroveň ochrany investorov. V pripojenej tabuľke sú zhrnuté kroky, ktoré sa v súčasnej dobe plánujú. Zameranie na tieto iniciatívy v nasledujúcich dvoch rokoch by však nemalo vylúčiť zváženie ďalekosiahlejších opatrení, ktoré môžu byť potrebné na zabezpečenie efektívneho fungovania európskeho odvetvia investičných fondov a vysokej úrovne ochrany investorov.

Sociálno-ekonomické problémy ukazujú, že je správny čas na takýto prieskum. Regulatívne prostredie EÚ by malo umožniť, aby odvetvie investičných fondov rozvíjalo riadne štruktúrované, dobre spravované kolektívne investície, ktoré prinášajú najvyššie možné

¹ Smernica 85/611/EHS z 20 decembra 1985 (Ú. v. ES L 375, 31.12.1985, s. 3) zmenená a doplnená okrem iného, smernicami 2001/107/ES („smernica o správcovských spoločnostiach“) z 21. januára 2002 (Ú. v. ES L 41 z 13. 2. 2002, s. 20) a 2001/108/ES („smernica o produktoch“) z 21. januára 2002 (Ú. v. ES L 41 z 13. 2. 2002, s. 35), v texte sa na obidve odkazuje ako PKIPCP III

výnosy v súlade s finančnými možnosťami jednotlivých investorov a ich schopnosťou riskovať, pričom im zároveň poskytne všetky nevyhnutné informácie na vyhodnotenie rizík a nákladov. Integrované a účinné európske trhy investičných fondov majú strategický význam. Môžu výrazne prispieť k primeranému zaopatreniu v dôchodku, pridelujú úspory na produktívne investície a môžu byť silou pre riadne riadenie podnikov.

Analýza predložená v tomto dokumente čerpá zo správy skupiny odborníkov pre správu aktív, ktorá bola uverejnená v máji 2004 a z následných diskusií s členskými štátmi, členmi CESR a účastníkmi trhu. Tieto konzultácie a podrobná analýza fungovania právnych predpisov týkajúcich sa PKIPCP, ktorú uskutočnili útvary Komisie², vyzdvihli množstvo problémov, o ktorých sa Komisia domnieva, že oprávňujú rozpútanie rozsiahlej verejnej diskusie. Zelená kniha predstavuje prvý príspevok Komisie do tejto diskusie.

1. CELKOVÉ HODNOTENIE

Smernica o PKIPCP je prvým významným krokom smerom k integrovaným a konkurencieschopným európskym trhom investičných fondov. Až 28 830 fondov PKIPCP spravuje 4 bilióny eur. PKIPCP sú na trhu široko uznávané a to v rámci EÚ ako aj mimo nej.

Využívanie produktového pasu PKIPCP je v posledných 5 rokoch viac ako dvojnásobné. Skutočné cezhraničné fondy PKIPCP predstavujú 16 % a získavajú rastúci podiel investorov. Cezhraničné fondy PKIPCP sa však len začínajú presadzovať ako významní hráči na trhoch hostiteľských krajín.

Z hľadiska celkovej účinnosti trhu potenciál tohto odvetvia zatiaľ nie je úplne využitý. Na trhu naďalej prevládajú fondy, ktoré nemajú optimálnu veľkosť. Európske fondy sú v priemere 5-krát menšie ako ich priemerné americké náprotivky. Výsledkom toho je fakt, že odvetvie investičných fondov nie je schopné plne využívať úspory z rozsahu, a to znižuje čisté výnosy pre konečných investorov

Z hľadiska ochrany investorov sa nevyskytli žiadne významné finančné škandály, ktoré by sa vzťahovali na PKIPCP. Tieto poskytli riadny základ pre dobre regulované odvetvie investičných fondov. Posledné trendy v tomto odvetví však menia charakteristiky podnikania súvisiace s rizikom. Outsourcing prevádzkových funkcií či posun smerom k otvorenej architektúre môžu znamenať vyššie prevádzkové riziko alebo konflikt záujmov. Nové typy fondov založené na rozvinutých investičných stratégiách môžu mať črty, ktorým malí investori dobre nerozumejú. Možné dôsledky alternatívnych investičných stratégií pre ochranu investorov a pre finančnú stabilitu zostávajú málo pochopené. Okrem toho pri dlhodobých úsporách PKIPCP konkurujú zastupujúce produkty, akými sú produkty viazané na jednotku alebo certifikáty. Na tieto produkty sa však nemusí vzťahovať rovnaká úroveň zverejňovania a transparentnosti.

Zelená kniha skúma, do akej miery rámec pre PKIPCP v tomto vyvíjajúcom sa kontexte splňa svoje ciele.

² Zverejnené ako pracovný dokument útvarov Komisie

2. ZABEZPEČENIE FUNGOVANIA SÚČASNÝCH PRÁVNÝCH PREDPISOV.

2.1. Prioritné opatrenia

V januári 2002 bola pôvodná smernica o PKIPCP zmenená a doplnená v niektorých kľúčových ohľadoch. Smernica o produktoch rozšírila škálu aktív, do ktorých môžu PKIPCP investovať. Smernica o správcoch spoločnostiach posilnila kapitálové a organizačné požiadavky na správcové spoločnosti. Umožnila im využiť pas pri niektorých službách a zaviedla nový dokument na zverejňovanie informácií, ktorým je zjednodušený prospekt. Od ich vstupu do platnosti vo februári 2004 sa medzi členskými štátmi objavili rozdiely v tom, ako by sa mali zmenené a doplnené ustanovenia interpretovať a implementovať. Fondy dosiaľ čelia ťažkostiam pri využívaní produktového pasu.

V posledných mesiacoch bolo prvoradou prioritou konsolidovať pas PKIPCP a poskytnúť viac informácií o opatreniach vzťahujúcich sa na ochranu investorov. V tomto ohľade rozhodujúcim spôsobom prispieva skupina odborníkov CESR pre správu investícií. Pre nájdenie pragmatických riešení problémov pri implementácii smernice je rozhodujúca spolupráca a angažovanosť vnútroštátnych dozorných orgánov pôsobiacich v CESR³.

Práca bude pokračovať a zameria sa na tieto otázky:

1. Eliminácia neistôt obklopujúcich uznanie fondov počas prechodu z PKIPCP I na PKIPCP III. Usmernenia CESR pomohli vyriešiť neistotu týkajúcu sa zaobchádzania s fondmi, ktorým je na základe doložky umožnené zachovávať nadobudnuté práva („grandfathered funds“). Je veľmi dôležité, aby sa tieto usmernenia svedomito implementovali spôsobom, ktorý zabezpečí bezproblémové fungovanie pasu.
2. Zjednodušenie oznamovacieho postupu pri fondoch s pasom: obsah, komplexnosť a dĺžka oznamovacej fázy sa v jednotlivých členských štátoch značne líšia. Je potrebné postupy usmerniť a zvážiť konkrétne mechanizmy na riešenie otázok v oblasti súčasných povinností. Môže to zahŕňať aj zlepšenie spolupráce medzi administratívami s cieľom zamedziť napadnutiu povolenia domovského štátu. CESR už začal so zabezpečovaním zblížovania regulátorov v tejto oblasti.
3. Podpora implementácie odporúčaní Komisie vzťahujúcich sa na využívanie derivátov a zjednodušeného prospektu. Zameriavajú sa na výrazné zlepšenie noriem riadenia rizika a transparentnosti poplatkov. Z predbežnej analýzy na základe prieskumu CESR vyplýva, že až na ojedinelé výnimky orgány členských štátov prišli k implementácii týchto usmernení. Vzhľadom na význam týchto otázok sa bude Komisia naďalej usilovať o ďalší pokrok v rozhodujúcich oblastiach, akými sú zverejňovanie poplatkov a nákladov.
4. Objasnenie definície „aktív“, ktoré môže PKIPCP nadobúdať. Jedným zo základných prvkov právnych predpisov týkajúcich sa PKIPCP je to, že fond by mal investovať predovšetkým do likvidných finančných nástrojov. PKIPCP III poskytuje priestor na rôzne názory na to, či PKIPCP môže nadobúdať určité kategórie finančných nástrojov. Právne záväzné objasnenia spôsobilosti aktív dokončí Komisia začiatkom roku 2006 v nadväznosti na článok 53 písm. a) smernice.

³ V nadväznosti na rozhodnutie Komisie 2001/527/ES zo 6 júna 2001 (Ú. v. ES L 191, 13. 7. 2001, str. 43)

Otázka č. 1: Zabezpečia uvedené iniciatívy dostatočnú právnu istotu, pokiaľ ide o implementáciu smernice?

Otázka č. 2: Existujú ďalšie obavy týkajúce sa každodennej implementácie smernice, ktorými je potrebné sa prednostne zaoberať?

2.2. Lepšie využitie súčasného rámca

Je možné ďalej rozvíjať súčasný legislatívny rámec EÚ tak, aby sa zaoberal niektorými hlavnými štrukturálnymi problémami, ktorým čelí odvetvie investičných fondov EÚ – najmä zlepšením jeho konkurencieschopnosti a reagovaním na meniace sa požiadavky investorov? Boli stanovené dve oblasti, v ktorých by bolo možné ďalej pracovať na základe súčasného legislatívneho rámca.

2.2.1. *Pas správcovských spoločností*

Možnosť, aby správcovia fondu zakladali a prevádzkovali PKIPCP so sídlom v iných členských štátoch, považujú niektoré segmenty odvetvia za cestu k vyššej účinnosti a špecializácii v oblasti riadenia portfólií a správy fondov. Táto možnosť bola stanovená v smernici o správcovských spoločnostiach pre korporatívne PKIPCP. Avšak vzhľadom na pociťovanú nejednoznačnosť a neúplnosť smernice neboli tieto príležitosti využité. Objavili sa najmä obavy, že rozdelenie dohľadu nad fondom a jeho správcom medzi dve jurisdikcie by mohlo ohroziť efektívnosť riadenia rizika a ochranu investorov. Skôr, než budú prijaté ďalšie opatrenia v tomto smere, chce Komisia získať ďalšie dôkazy o tom, do akej miery môže pas správcovskej spoločnosti otvoriť ďalšie významné možnosti v oblasti podnikania a zistiť súvisiace problémy v oblasti dohľadu. Na základe reakcií na túto Zelenú knihu Komisia pri vydaní monitorovacej správy počiatkom roku 2006 uvedie, či a ako by bolo možné využiť pas správcovských spoločností v praxi.

Otázka č. 3: Zabezpečil by efektívny pas správcovskej spoločnosti významné dodatočné ekonomické výhody oproti opatreniam týkajúcim sa delegovania? Uveďte zdroje a pravdepodobný rozsah očakávaných prínosov.

Otázka č. 4: Viedlo by rozdelenie zodpovednosti za dohľad nad správcovskou spoločnosťou a fondom medzi rôzne jurisdikcie k dodatočným prevádzkovým rizikám alebo problémom v oblasti dohľadu? Popíšte zdroje problému a opatrenia, ktoré by bolo potrebné prijať na účinné riadenie týchto rizík.

2.2.2. *Distribúcia, predaj a propagácia fondov*

Druhou oblasťou, v ktorej by mohlo byť objasnenie prospešné, je spôsob, akým sa PKIPCP predávajú alebo ponúkajú individuálnym investorom. Investori, ktorí sa stretávajú so zložitejšími produktmi, potrebujú lepšie a z hľadiska užívateľa prijateľnejšie zverejňovanie výsledkov a poplatkov. Zvýšil sa dopyt z hľadiska poskytovania poradenstva o najvhodnejších a najvýnosnejších produktoch. Objavuje sa však aj zmena v oblasti ponuky. Banky postupne otvárajú svoje siete fondom tretích strán. Umožňuje im to zamerať sa na svoje hlavné činnosti a prilákať klientov, ktorí hľadajú „najlepší produkt na trhu“. Oblasť distribúcie v rámci hodnotového reťazca je hlavným nákladovým centrom v odvetví európskych investičných fondov (najmä cezhraničných). Hospodárska súťaž a transparentnosť pri distribúcii fondov by sa mohla prospešne uplatniť v záujme konečného investora. Objasniť by sa mali napríklad taktiež podmienky, za ktorých môže byť produkt oprávnené označený ako „zaručený fond“, aby sa zamedzilo rizikám nesprávneho predaja.

Nedávno prijatá smernica o trhoch finančných nástrojov (MiFID)⁴ by mohla byť užitočnou „sadou nástrojov“, ktorá slúži najmä na objasnenie všetkých povinností v oblasti starostlivosti, upozorňovania na riziká alebo iných povinností investičnej firmy vo vzťahu ku klientovi, ktorý zvažuje investovanie do PKIPCP. Smernica MiFID by mohla taktiež slúžiť ako základ pre lepšiu transparentnosť distribučného procesu prostredníctvom pravidiel o správe a zverejňovaní konfliktu záujmov a o „najlepšom spôsobe realizácie“.

V prvej fáze budú útvary Komisie zvažovať hranicu medzi zavádzaním na trh (PKIPCP) a službami v oblasti predaja/poradenstva, ktoré sú poskytované investorom fondu. V druhej fáze „analýza nedostatkov“ („gap analysis“) preskúma, či právne predpisy druhého stupňa na implementáciu pravidiel vzťahujúcich sa na vedenie podniku a ďalších príslušných ustanovení v smernici MiFID predstavujú dostatočnú a efektívnu základňu, ktorá upravuje sprostredkovateľské činnosti s ohľadom na investičné fondy. To však bude musieť počkať do doby, kým sa dokončia predpisy druhého stupňa.

Otázka č. 5: Zlepší väčšia transparentnosť, porovnateľnosť a pozornosť venovaná potrebám investorov v oblasti distribúcie fondov významne fungovanie európskeho trhu investičných fondov a úroveň ochrany investorov? Malo by to byť prioritou?

Otázka č. 6: Prispieje podstatne k tomuto cieľu objasnenie pravidiel „vedenia podniku“ uplatňovaných vo firmách, ktoré ponúkajú fondy pre malých investorov? Mali by sa zväziť iné kroky (lepšie zverejňovanie informácií)?

Otázka č. 7: Existujú konkrétne záležitosti týkajúce sa fondov, ktoré nie sú zahrnuté v prebiehajúcej práci zameranej na dôkladnú implementáciu pravidiel vedenia podniku uvedených v smernici MiFID?

3. MIMO SÚČASNÝ LEGISLATÍVNY RÁMEC – DLHODOBÉ PROBLÉMY

Odvetvie európskych investičných fondov prechádza hlbokými štrukturálnymi zmenami, ktoré budú mať dlhodobé dôsledky: priebežná inovácia investičných stratégií a produktov, nové formy obchodného modelu, vznik špecializovaných poskytovateľov služieb, zmeny distribučných systémov, a náročnejší investori. Európa musí zabezpečiť, aby rámec pre PKIPCP mohol predstavovať životaschopný základ pre úspešný rozvoj odvetvia fondov z dlhodobého hľadiska a zároveň zaručoval vysokú úroveň ochrany investorov. Regulačné prostredie by malo odvetviu umožniť, aby poskytovalo atraktívne a riadne spravované produkty, ktoré sa môžu úspešne uchádzať o priazeň investorov. Ďalšia časť sa zaoberá spôsobmi, akými môže európsky legislatívny rámec viac prispieť k tomuto cieľu: vytvorením európskeho rámca pre využívanie nákladovej efektívnosti a synergie na cezhraničnom základe, udržaním dôvery investorov, zamedzením zbytočnému narušovaniu hospodárskej súťaže medzi substitučnými investičnými produktmi a podporou zdravého rozvoja alternatívnych investícií v rámci EÚ. V súčasnom rámci však s ohľadom na tieto ciele nie je možné dosiahnuť ďalší pokrok. To bude v niektorých prípadoch vyžadovať možné ďalekosiahle úpravy alebo rozšírenia súčasných právnych predpisov týkajúcich sa PKIPCP. Preskúmanie PKIPCP preto predstavuje príležitosť, aby sa začalo uvažovať o tom, či a ako budú musieť niektoré z týchto rozsiahlejších otázok byť v dlhodobom horizonte upravené legislatívnym rámcom EÚ.

⁴ Smernica 2004/39/ES z 21. apríla 2004 (Ú. v. ES L 145, 30. 4.2004, str. 1) o trhoch finančných nástrojov

3.1. Smerom k nákladovo efektívnemu odvetviu

Existencia veľkého množstva malých fondov bráni odvetviu EÚ, aby v plnej miere využilo úspory z rozsahu.

1. Jedným zo spôsobov zníženia nákladov a zlepšenia výkonnosti fondov skupina odborníkov pre správu aktív a iní odborníci stanovili väčšiu konsolidáciu prostredníctvom cezhraničných koncentrácií fondov, hoci správcovia fondov racionalizovali svoje ponuky pomaly a to dokonca aj na vnútroštátnej úrovni. Smernica PKIPCP nebráni cezhraničným koncentráciám fondov, no nezabera sa však ani mnohými konkrétnymi prekážkami, ktoré bude možno potrebné vyriešiť, aby sa uľahčilo vytváranie takýchto koncentrácií. Ojedinele vznikajú cezhraničné koncentrácie, ale kvôli obtiažnostiam, ktoré spôsobuje odlišné právo spoločností a daňové režimy, nie sú tieto koncentrácie bežné.
2. Alternatívny spôsob konsolidácie odvetvia môže zabezpečiť združovanie fondov: umožnilo by to, aby boli kolektívne riadené a/alebo spravované samostatné fondy, a to buď vloženie ich aktív do hlavného fondu - „master fund“ (porovnaj štruktúry „master-feeder“) alebo využitím informačných technológií, ktoré umožnia, aby boli spravované, ako by sa jednalo o jeden fond. Cezhraničné združovanie však okrem značných technických problémov taktiež naráža na prekážky v oblasti práva, dohľadu a daní.
3. Ďalšia racionalizácia by mohla priniesť úžitok aj službám úschovy a depozitára fondu. Podľa smernice o PKIPCP musí mať správcovská spoločnosť a depozitár sídlo v tom istom členskom štáte. V minulosti sa blízkosť a integrovaný dohľad považovali za nevyhnutné na zabezpečenie efektívneho výkonu správy fondu, funkcií úschovy a depozitára. Nedávno sa väčšia skupina zainteresovaných strán vyjadrila za väčšiu slobodu pri výbere depozitára. Ako už Komisia konštatovala⁵, posun v tomto smere bude vyžadovať ďalšiu harmonizáciu štatútu, poslania a povinností týchto účastníkov. Komparatívne náklady a prínosy zmien legislatívneho rámca budú vyžadovať ďalšiu analýzu – v neposlednom rade porovnanie, čo by bolo možné dosiahnuť delegovaním a/alebo čiastočnou úschovou. Komisia navrhuje preskúmať dôsledky v oblasti efektívneho dohľadu a ochrany investora, ktoré vyplývajú z rozdelenia zodpovednosti za dohľad nad fondom a depozitárom a funkciami úschovy aktív v členských štátoch.
4. Európska infraštruktúra na spracovanie príkazov na upisovanie/vyplácanie (jednotiek fondu) je roztrieštená. Vedie to k vysokým prevádzkovým nákladom a prevádzkovým rizikám v hodnotovom reťazci transakcie. Komisia značne podporuje súčasné snahy odvetvia o zlepšenie organizácie správy fondov, zvlášť s ohľadom na cezhraničné opatrenia. Komisia predpokladá, že v tomto smere by malo vedúcu úlohu aj naďalej zohrávať odvetvie. Tvorcovia politik EÚ by sa mali zapojiť len v prípade zjavných problémov pri „koordinácii“ alebo neprekonateľných regulatívnych či politických bariér.

⁵ Oznámenie Komisie Rade a Európskemu parlamentu KOM (2004)207 z 30. marca 2004

Otázka č. 8: Existujú pre cezhraničné koncentrácie fondov obchodné alebo ekonomické (čisté prínosy) dôvody? Je možné dosiahnuť tieto prínosy vo veľkej miere racionalizáciou v rámci jednotlivých členských štátov?

Otázka č. 9: Bolo by možné dosiahnuť požadované prínosy združovaním?

Otázka č. 10: Je hospodárska súťaž na úrovni správy fondu a alebo distribúcie dostatočná, aby zabezpečila, že investori budú mať úžitok z väčšej účinnosti?

Otázka č. 11: Aké sú výhody a nevýhody (riziká v oblasti dohľadu alebo obchodu) vyplývajúce z možnosti vybrať si depozitára v inom členskom štáte? Do akej miery delegovanie alebo iné opatrenia zamedzujú nutnosti legislatívnych opatrení týkajúcich sa týchto otázok?

Otázka č.12: Myslíte si, že prebiehajúca štandardizácia podporovaná odvetvím prinesie výsledky v primeranom časovom rámci? Je nevyhnutné zapojiť verejný sektor?

Po zvážení reakcií na túto Zelenú knihu Komisia vytvorí skupinu odborníkov, aby ďalej preskúmali uvedené hlavné zdroje nedostatočnej účinnosti v odvetví investičných fondov v EÚ. Ďalej sa zväží uskutočniteľnosť a efektívnosť možných opatrení k uľahčeniu činnosti.

3.2. Zachovanie vysokej úrovne ochrany investorov

Smernica o PKIPCP zavádza niekoľko obranných línií na ochranu investorov. Čo sa týka ochrany investorov, doterajšie výsledky sú uspokojivé. Objavujú sa však nové riziká a menia sa očakávania trhu. Možno bude potrebné zvážiť komplexnejší prístup k ochrane investorov na základe rizík.

Prepracovaným zárukám ochrany investorov poskytnutým PKIPCP III je potrebné poskytnúť čas, aby sa mohli prejaviť. CESR sa bude taktiež snažiť o zblížovanie medzi európskymi regulátormi, pokiaľ ide o predchádzanie konfliktom záujmov a záruky ochrany investorov pre správcov PKIPCP tak, ako je stanovené v článku 5 písm. f) a h) smernice 2001/107/ES. Komisia však predpokladá, že pri závislosti PKIPCP na formálnych obmedzeniach investovania môže mať PKIPCP v dlhodobom horizonte problémy udržať krok s inováciami v oblasti financií a zložitejšími distribučnými systémami. Mohlo by to znamenať uskutočnenie systematickejšieho hodnotenia hlavných rizík, ktoré vznikajú v každej fáze v hodnotovom reťazci odvetvia investičných fondov. Vzhľadom na úsilie odvetvia stať sa pre malých investorov preferovaným prostriedkom investovania bude Komisia priebežne pracovať na posilnení záruk ochrany investorov. Prebiehajúca práca Stáleho výboru IOSCO na správe investícií môže poskytnúť východiskový bod na ďalšie zváženie týchto otázok v celoeurópskom kontexte.

Otázka č. 13: Predstavuje silná závislosť na formálnych obmedzeniach investovania udržateľný prístup k zabezpečeniu vysokej úrovne ochrany investorov?

Otázka č. 14: Myslíte si, že záruky – na úrovni správcovskej spoločnosti a depozitára – sú dostatočné, aby riešili objavujúce sa riziká v správe PKIPCP? Aké ďalšie opatrenia na zachovanie vysokej úrovne ochrany investorov považujete za vhodné?

3.3. Konkurencia substitučných produktov

Keďže sa diskusia o európskom legislatívnom rámci pre PKIPCP vyvíja, bude dôležité zväziť širšiu oblasť správy aktív. PKIPCP konkuruje mnohým ďalším produktom určeným na súkromné úspory európskych investorov. Produkty, ako je investičné životné poistenie alebo niektoré štruktúrované produkty, kopírujú niektoré rysy PKIPCP. Podliehajú však odlišným regulatívnym alebo daňovým režimom a predávajú sa odlišným spôsobom. V niektorých členských štátoch sa takéto konkurenčné produkty stretávajú s priaznivým ohlasom. Komisia sa však obáva, že toto rozdielne regulatívne zaobchádzanie môže narušiť investičné rozhodnutia. Myslí si, že pre investorov by to bol krok späť, ak by zverejňovanie informácií PKIPCP bolo v dôsledku konkurencie v oblasti regulácie obmedzené.

Otázka č. 15: Existujú príklady vedúce k narušeniu voľby investora, ktoré vyžadujú, aby im tvorcovia európskej alebo vnútroštátnej politiky venovali zvláštnu pozornosť?

3.4. Alternatívny investičný trh v Európe

Existuje odvetvie alternatívnych investícií zahŕňajúce hedžingové fondy a fondy súkromného kapitálu. Ponúka nové výhody v oblasti diverzifikácie prínosov pre správcov aktív, príslušných vyšších výnosov pre investorov a môže posilniť celkovú likviditu trhu. Alternatívne investičné stratégie sú však zložitejšie a pre investorov môžu predstavovať vyššie riziká ako hlavný prúd PKIPCP.

Alternatívne investície

- Fondy súkromného kapitálu vyžadujú dlhodobý záväzok investovať a zahŕňajú aktívnu účasť na ich správe. Fondy súkromného kapitálu však narážajú na dodatočné daňové komplikácie a štruktúry väčšiny fondov nie sú v jednotlivých členských štátoch vzájomne uznávané.
- Hedžingové fondy využívajú široké spektrum techník a nástrojov (ako sú krátke predaje („short-selling“) alebo využívanie pákového efektu („leverage“)), ktoré často nie sú dostupné pre tradičnejšie formy kolektívneho investovania. Hedžingové fondy môžu predstavovať zdroj rizika protistrany pre finančné inštitúcie, ktoré im požičiavajú. Hoci sa v súčasnosti nepovažujú za významný zdroj systematického rizika vzhľadom na relatívne malú veľkosť a nevýznamné, kolateralizované využívanie pákového efektu („leverage“), ich rýchly rast a pociťovaná nedostatočná transparentnosť vyvolávajú rastúce obavy, pokiaľ ide o ich vplyv na trhy. Regulátory sa v súčasnosti sústreďujú na posilnenie schopnosti posúdiť celkové vystavenie finančného systému hedžingovým fondom.

Odlíšne vnútroštátne systémy znamenajú riziko roztrieštenia regulácie, čo by mohlo zabrzdiť rozvoj týchto podnikov. Keďže sa toto odvetvie vyvíja, bude potrebný súdržný a jasný európsky prístup k tomuto odvetviu, najmä pokiaľ európski malí investori budú viac vystavené alternatívnym investíciám.

S prihliadnutím na odpovede na tieto konzultácie Komisia zostaví pracovnú skupinu, aby preskúmala, či spoločný regulatívny prístup môže uľahčiť ďalší rozvoj európskych trhov hedžingových fondov a fondov súkromného kapitálu. Zväziť by sa mohli taktiež druhy opatrení, ktoré by najlepšie pomohli prekonať prekážky cezhraničného rozvoja. Okrem iného by sa mohlo zväziť, do akej miery by spoločné chápanie „súkromného umiestňovania“ mohlo uľahčiť cezhraničnú ponuku kvalifikovaným investorom.

Otázka č. 16: Do akej miery problémy súvisiace s roztrieštením regulácie vyvolávajú problémy súvisiace s prístupom na trh, ktoré by mohli vyžadovať spoločný prístup EÚ k a) fondom súkromného kapitálu, b) hedžingovým fondom a fondom hedžingových fondov?

Otázka č. 17: Existujú konkrétne riziká (z hľadiska ochrany investorov alebo stability trhu) spojené s činnosťami fondov súkromného kapitálu alebo hedžingových fondov, ktoré by mohli vyžadovať zvláštnu pozornosť?

Otázka č. 18: Do akej miery by mohol spoločný režim súkromného umiestňovania pomôcť prekonať prekážky cezhraničnej ponuky alternatívnych investícií kvalifikovaným investorom? Môže toto objasnenie procesov zavádzania na trh a predaja byť implementované nezávisle od vedľajších opatrení na úrovni správcov fondov atď.?

3.5. Modernizácia práva PKIPCP?

Skúsenosti poukázali na problémy, ku ktorým dochádza pri prispôbovaní ustanovení PKIPCP meniacej sa realite na trhu a pri zabezpečení ich súdržnej implementácie. Smernica o PKIPCP potvrdzuje, že je nebezpečné pokúšať sa regulovať vysoko technické záležitosti právnymi predpismi EÚ prvého stupňa. Niektorí komentátori, vrátane CESR, vyžadovali prepracovanie smernice podľa nedávnych právnych predpisov EÚ o cenných papieroch – najmä funkčné a na zásadách stanovené právne predpisy prvého stupňa doplnené podrobnými právnymi predpismi týkajúcimi sa implementácie a posilnené spoluprácou v oblasti dohľadu (Lamfalussyho prístup). Prepracovanie právnych predpisov o PKIPCP týmto spôsobom by však nebolo len kozmetickou zmenou. Zahrnovalo by voľby týkajúce sa vypracovania preklenujúcich zásad, ktoré by mali byť zachované v právnych predpisoch prvého stupňa a rozsahu a obsahu rozhodnutí, ktoré by mali byť stanovené právom založeným na komitológii. Znamenalo by to teda značné a inštitucionálne dôsledky. Vyžadovalo by to dôkladnú prípravu a plnohodnotný proces spolourozhodovania. Ak sa v budúcnosti vykryštalizujú názory o potrebe týchto zmien v právnych predpisoch o PKIPCP, Komisia sa domnieva, že by sa táto príležitosť mala využiť na prepracovanie smernice v súlade s Lamfalussyho prístupom.

Otázka č. 19: Predstavuje súčasné normatívne právo PKIPCP založené na produktoch životaschopný dlhodobý základ pre integrovaný európsky trh investičných fondov s riadnym dohľadom? Za akých podmienok alebo v akej fáze by sa mal zvážiť posuv smerom k regulácii založenej na zásadách a rizikách?

4. ZÁVERY

PKIPCP poslúžil ako základ pre vznik úspešného európskeho odvetvia investičných fondov. Právne predpisy o PKIPCP s produktovým pasom a silným étosom malého investora – tento výsledok uľahčili. Napriek týmto úspechom sa pociťuje, že PKIPCP so sebou nesú premeškané príležitosti a v tejto oblasti je možné zlepšenie. V tejto fáze však neexistuje žiaden presvedčivý prípad pre základný podrobný prieskum právnych predpisov. Namiesto toho je potrebné sa zamerať na využitie možností, ktoré ponúka súčasný legislatívny rámec.

S ohľadom na strategický význam odvetvia je nevyhnutné zoširoka zvážiť budúce smerovanie rámca EÚ pre investičné fondy. Ak sa naplnia niektoré s uvedených obáv týkajúcich sa štruktúry, bude to vyžadovať ďalekosiahle opatrenia, aby sa zabezpečilo, že rozsiahly

európsky sektor investičných fondov bude vybavený správnymi nástrojmi a že európski investori sa pri vstupe do budúceho desaťročia budú tešiť vysokej úrovni ochrany.

Pri určení možných následných opatrení sa zoberú do úvahy odpovede na tieto konzultácie a pravidelné diskusie s príslušnými zainteresovanými stranami ako aj ďalšie prípravné práce v rámci Komisie. Začiatkom roku 2006 budú oznámené smery pre opatrenia k zlepšeniu rámca pre PKIPCP. V prípade, ak sa legislatívne opatrenia vezmú do úvahy, budú tieto podrobené rozsiahlym konzultáciám ex-ante, hodnoteniu dopadu a vyhodnoteniu nákladovej efektívnosti.

Odpovede na tieto konzultácie je potrebné zaslať do 15. novembra 2005 na e-mailovú adresu: markt-consult-investmentfunds@cec.eu.int Odpovede budú umiestnené na internetovej stránke Komisie, okrem prípadov, keď sa výslovne požiada o neuvyverejnenie. Ako súčasť následných opatrení na túto Zelenú knihu Komisia zverejní začiatkom roku 2006 správu o ohlasoch, v ktorých budú zhrnuté príspevky respondentov.

Zlepšenie rámca pre PKIPCP - navrhované kroky

Téma	Opatrenie	Navrhované termíny
Proces preskúmania PKIPCP	Konzultačný proces	júl/novemb. 2005
	Správa o ohlasoch na konzultácie s verejnosťou, prehlásenie KOM o následných opatreniach	február/marec 2006
1. Prioritné opatrenia		
Objasnenie oprávnených aktív PKIPCP	Prijatie implementačných právnych predpisov	marec/apríl 2006
Odporúčania k derivátom a zjednodušenému prospektu	Zverejnenie konečného hodnotenia implementácie členskými štátmi (CESR a KOM)	jeseň 2005
Usmernenia CESR k prechodným ustanoveniam	Priebežná správa o vnútroštátnej implementácii	jeseň 2005
Oznamovacie postupy	Usmernenia CESR pre oznamovací postup	jeseň 2006
2. Nadväznosť na súčasný rámec		
Pas správcovskej spoločnosti	Analýza podmienok nevyhnutných na uľahčenie efektívneho fungovania pasu správcovskej spoločnosti (pre korporácie)	začiatok roku 2006
Distribúcia, predaj a propagácia fondu	Hodnotenie interakcie medzi PKIPCP a MiFID	začiatok roku 2006
	Analýza rozdielov pri opatreniach MiFID druhého stupňa	polovica roku 2006
3. Dlhodobé problémy		

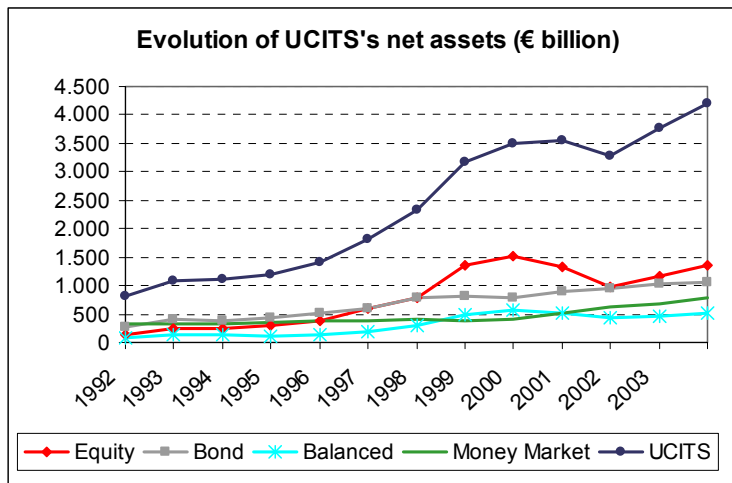
Cezhraničné koncentrácie/združovanie	Práca špecializovanej skupiny fóra	zima 2005-leto 2006
Ochrana investorov	Analýza rizík a riadenie rizík v odvetví európskych investičných fondov (CESR a KOM): monitorovanie práce IOSCO, začatie a zverejnenie štúdií Komisie	
Alternatívne investície	Práca špecializovanej skupiny fóra	zima 2005-leto 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

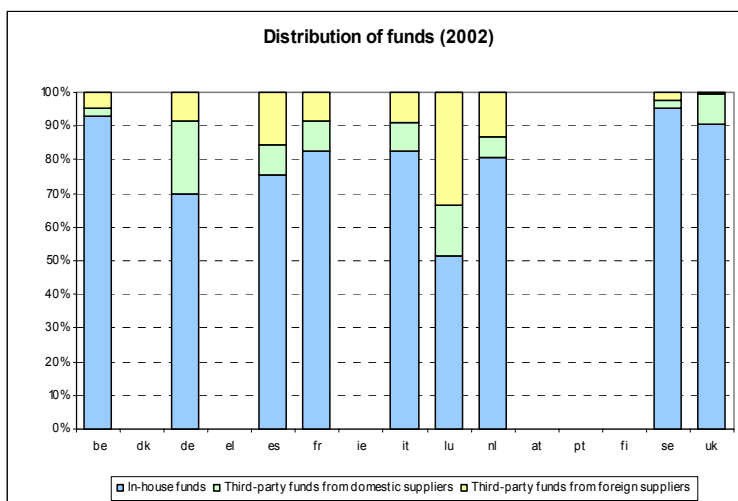


The UCITS Directive has proved an important first step towards integrated and competitive European markets for investment funds: it has been the catalyst for the growth of an industry which is increasingly investing and competing on a cross-border basis. At present, less than a fifth of all European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