



KOMISIA EURÓPSKÝCH SPOLOČENSTIEV

Brusel, 15.11.2006
KOM(2006) 686 v konečnom znení

BIELA KNIHA

**BIELA KNIHA O ZLEPŠENÍ RÁMCA JEDNOTNÉHO TRHU PRE INVESTIČNÉ
FONDY**

{SEC(2006)1451}
{SEC(2006)1452}

(predložená Komisiou)

BIELA KNIHA

BIELA KNIHA O ZLEPŠENÍ RÁMCA JEDNOTNÉHO TRHU PRE INVESTIČNÉ FONDY

Úvod:

Investičné fondy poskytujú retailovým investorom prístup k odborne spravovaným a diverzifikovaným investíciám za cenovo prijateľných podmienok. Európski investori budú potrebovať vhodnú a dobre regulovanú správu aktív, keďže vzhľadom na starnutie spoločnosti je nevyhnutné, aby prevzali väčšiu zodpovednosť za ich dlhodobé finančné potreby. To už teraz spôsobuje prudký rast v tomto odvetví – v Európe i na celom svete. Inštitucionálni investori, vrátane fondov, zodpovedajú za rastúci podiel investícií domácností vo všetkých krajinách G–10. Investičné fondy predstavujú 12,6 % finančných aktív domácností v Európe.¹ Investičné fondy EÚ zaznamenali v priebehu 12 rokov päťnásobný nárast aktív, ktoré spravujú. V období do roku 2010 sa očakávajú miery rastu okolo 10 % ročne – čo bude predstavovať celkové aktíva v správe fondov vo výške viac ako 8 biliónov EUR. Základom rámca EÚ pre investičné fondy je smernica o PKIPCP z roku 1985. Smernicou o PKIPCP² sa poskytol základ pre rast energického európskeho odvetvia investičných fondov. Tento trh sa čoraz viac organizuje na celoeurópskom základe. Pas pre produkty PKIPCP sa používa vo veľkej miere. Cezhraničný predaj fondov predstavoval v roku 2005 asi 66 % z celkových čistých príjmov odvetvia.

Úlohou politických činiteľov je zabezpečiť, aby tento regulačný rámec zostal účinným aj pri meniacej sa dynamike trhu a potrebách investorov. Hĺbkové štrukturálne zmeny na európskych finančných trhoch vytvárajú nový tlak na regulačný systém PKIPCP. V tejto Bielej knihe sa uvádzajú stanoviská Európskej komisie ako zjednodušiť európske legislatívne prostredie pri poskytovaní atraktívnych a bezpečných investičných riešení pre investorov.

Rámček: Investičné fondy, PKIPCP a subjekty iné ako PKIPCP:

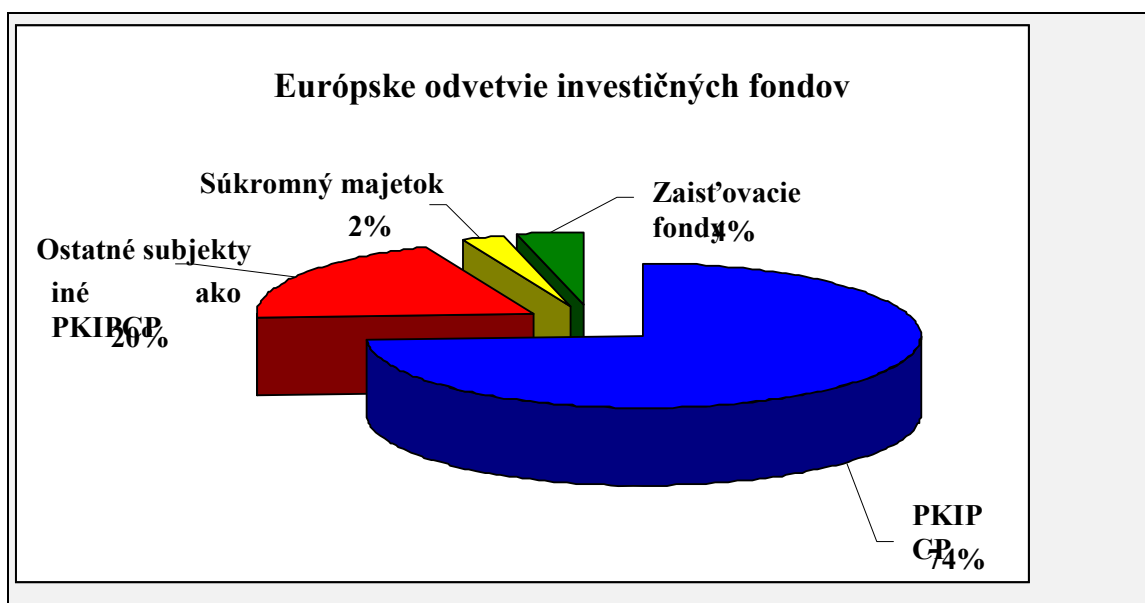
Investičné fondy sú osobitne zriadené investičné subjekty vytvorené na jediný účel - kumulovať aktíva od investorov a investovať tieto aktíva do diverzifikovaného fondu aktív. Investori nakupujú cenné papiere vydané fondom ako protihodnotu základných aktív, hodnota týchto cenných papierov sa mení s hodnotou základných aktív. Týmto spôsobom môžu malí investori získať odborne spravovaný a diverzifikovaný kôš finančných alebo iných aktív. Režijné náklady sú rozložené na združených investorov, čím sa znižujú priemerné náklady na investora. Investori majú v prípade záujmu možnosť predať ich akcie späť do otvorených fondov alebo ich aktíva možno vložiť na stanovené obdobie (uzavreté fondy).

¹ Štatistika EFAMA, 2006.

² Smernica Rady 85/611/EHS, zmenená a doplnená smernicami Európskeho parlamentu a Rady 2001/107/ES a 2001/108/ES.

PKIPCP (Podniky kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov) sú investičné fondy vytvorené a schválené v súlade s požiadavkami uvedenými v smernici 85/611/EHS. V tejto smernici sa ustanovujú spoločné požiadavky na organizáciu a správu fondov a dohľad nad nimi. Zavádzajú sa v nej pravidlá týkajúce sa diverzifikácie fondov, likvidity a využívania pákového efektu. V smernici o PKIPCP sa uvádza zoznam oprávnených aktív, do ktorých môže fond investovať. Fond PKIPCP sa môže po schválení verejne obchodovať v EÚ pod podmienkou oznámenia v každom členskom štáte, v ktorom sa predáva.

„Subjekty iné ako PKIPCP“ je všeobecný výraz, ktorý sa vzťahuje na všetky neharmonizované fondy, či už podliehajú vnútroštátnej regulácii alebo nie. To zahŕňa široký rozsah investičných spôsobov a produktov – od produktov zameraných na retail, ako sú otvorené realitné fondy, po volatilnejšie produkty, ako sú komoditné a súkromné majetkové fondy.



Zaviest' vyššiu účinnosť do súčasného rámca:

Smernica o PKIPCP už nestačí na to, aby podporovala európske odvetvie investičných fondov, ktoré sa reštrukturalizuje, aby mohlo reagovať na nové konkurenčné výzvy a meniace sa potreby európskych investorov. Základné prvky smernice nefungujú účinným spôsobom. Slobody udeľované na základe smernice predstavujú zbytočne vysoké náklady na jej dodržiavanie. To manažérom fondov, ktorí majú fondy alebo aktivity v rôznych členských štátoch, neposkytuje dostatočnú flexibilitu pre organizáciu a reštrukturalizáciu podnikov. Táto neúčinnosť a obmedzenia znamenajú vyššie náklady a nižšie výnosy, ktoré znášajú investori do fondov. Na základe nezávislého prieskumu sa odhaduje, že zníženie prevádzkových nákladov európskych fondov na úroveň nákladov USA by zvýšilo nominálne výnosy z investícií o 3.³ Opatrenia navrhnuté v tejto Bielej knihe majú potenciálne značný význam pre milióny domácností, ktoré investovali do fondov. Aby sa tieto výhody preniesli na konečných investorov, musí sa vytvoriť účinná hospodárska súťaž v celom hodnotovom reťazci fondu.

³ CRA (2006).

Chopit' sa nových výziev:

Súčasný rámec EÚ čelí novým výzvam, ktoré sa týkajú jeho rozsahu pôsobnosti a prístupu:

- (1) **Prehľbuje sa rozdiel medzi sektorom PKIPCP a trhovou realitou:** Mnohé retailové fondy nemôžu dodržiavať predpísané investičné pravidlá uvedené v smernici: sú dostupné retailovým investorom na vnútroštátnej úrovni, ale nie cezhranične. Smernica sa už raz zmenila a doplnila s cieľom zahrnúť širší rozsah investičných politík. Komisia v súčasnosti upresňuje, či je širší rozsah investičných politík zlučiteľný s ustanoveniami smernice. Nepretržitá inovácia však znamená, že túto otázku treba stále prehodnocovať. V Bielej knihe sa predpokladá systematická revízia investičných pravidiel a výkonnosti fondu, ktoré používajú rovnako harmonizované i neharmonizované fondy.
- (2) **Manažéri investičných fondov budú prví, ktorí budú poskytovať jednotlivcom možnosti úspor na dôchodok.** Investičné fondy predstavujú tradičný prostriedok pre akumuláciu kapitálu počas pracovného života. Teraz je úlohou premeniť tieto úspory do predvídateľného a istého príjmu investorov v dôchodku. Prebieha súťaž o rozvinutie týchto produktov.
- (3) **Konkurencia iných foriem finančných produktov.** Mnohí trhoví odborníci tvrdia, že spravovať fond PKIPCP je drahšie a obmedzujúcejšie ako predávať iné druhy investičných produktov – ako sú (unit linked, investičné) životné poistenie alebo štruktúrované zmenky a certifikáty. V dôsledku rozdielnych charakteristík regulácie a produktu ich nemožno porovnávať. Komisia nepovažuje rozšírenie regulácie typu PKIPCP na všetky dlhodobé nástroje sporenia za riešenie. Vidí potrebu stáleho záväzku regulačných orgánov zabezpečovať, aby všetky investičné produkty, ktoré sa predávajú, podliehali jasným pravidlám, ktoré chránia investorov pred nadmernými poplatkami alebo zavádzajúcim predajom. Komisia uverejní výsledok prieskumu trhu v tejto záležitosti v polovici roku 2007.
- (4) **Reagovať na výzvu globálnej hospodárskej súťaže.** Oprávnenie PKIPCP získalo široké globálne uznanie ako záruka vhodnej štruktúry produktov a účinnej regulácie. Inovatívne a vhodne regulované európske odvetvie investičných fondov už vyváža svoje know-how do iných regiónov. Hospodárska súťaž z jurisdikcií iných fondov sa však začína budovať. Stále úsilie bude potrebné vynaložiť na to, aby odvetvie zostalo v predvoji.

Vychádzať z existujúceho rámca:

V tejto Bielej knihe sa predpokladá postupný rozvoj existujúceho rámca. Navrhuje sa jeho modernizácia a doplnenie v mnohých osobitných a cielených oblastiach – najmä odstránením postupov a nákladov, ktoré podstatne nezvyšujú ochranu investorov. Pripúšťa sa v nej neurčitost' náležitosti rozsahu pôsobnosti a štruktúry súčasnej smernice. Konštatuje sa v nej, že, po zvážení všetkých skutočností, neexistujú dostatočné dôvody na vykonanie podstatnej revízie smernice v tomto štádiu. Namiesto toho sa predpokladá štruktúrované prehodnotenie potreby zmien rozsahu pôsobnosti a regulačného prístupu smernice, keď sa trh investičných fondov vyprofiluje.

V Bielej knihe sa predpokladajú tieto opatrenia:

- (1) Posilniť slobody jednotného trhu, čím sa odvetviu investičných fondov poskytovať účinnejšie služby európskym a globálnym investorom;
- (2) Zabezpečiť, aby investori mali možnosť prijímať informované investičné rozhodnutia a spoliehať na kvalifikovaných sprostredkovateľov v prípade nestrannej odbornej pomoci;
- (3) Posúdiť možnosť vytvorenia rámca jednotného trhu na účely umožnenia cezhraničného predaja niektorých druhov subjektov iných ako PKIPCP retailovým investorom, ako aj čo najúčinnejší spôsob dosiahnutia tohto cieľa;
- (4) Začať prácu na režime „súkromného umiestňovania“ s cieľom uľahčiť predaj neharmonizovaných fondov a finančných nástrojov inštitucionálnym a sofistikovaným investorom v iných členských štátoch.

Táto Biela kniha bola vypracovaná na základe rozsiahlej konzultácie a rozhovorov so spotrebiteľmi, odborníkmi v odvetví a politickými činiteľmi v období dvoch rokov. Stavia na reakciách na Zelenú knihu Komisie z júla 2005⁴; troch správach osobitne vytvorených odvetvových expertných skupín a odpovediach zainteresovaných strán⁵; mnohých ad hoc iniciatívach vrátane pracovných stretnutí týkajúcich sa zjednodušeného prospektu. Priamo odpovedá na naliehavé obavy vznesené v správe Európskeho parlamentu. Opatrenia navrhované v tejto Bielej knihe boli tiež predmetom dôsledného hodnotenia vplyvu.

1. PODPORA VÝKONNEJŠIEHO EURÓPSKEHO ODVETVIA INVESTIČNÝCH FONDŮV:

V Zelenej knihe Komisie z júla 2005 sa zistili tieto nedostatky v existujúcom legislatívnom rámci:

- Obmedzenia a nedostatky pasu pre produkty. Postupy pre cezhraničný predaj sú zdĺhavé, veľmi nákladné a podliehajú príliš veľa zásahom orgánov dohľadu.
- Nedostatočné zverejňovanie údajov pre investorov: zjednodušený prospekt nepomáha investorom alebo ich poradcom prijať správne investičné rozhodnutia.
- Rozširovanie malých neefektívnych fondov: V smernici sa neustanovujú žiadne mechanizmy na uľahčenie zlúčenia fondov alebo spoločnej správy aktív. Na európskom trhu investičných fondov sú malé a pomerne drahé fondy, čo zvyšuje náklady.
- Prekážky funkčnej a zemepisnej špecializácie. V smernici sa vyžaduje, aby sa všetky činnosti hodnotového reťazca sústredili v jednom členskom štáte: iba fond môže

⁴ KOM(2005) 314, konečné znenie, 14. 7. 2005.

⁵ Správy expertnej skupiny o výkonnosti trhu investičných fondov a expertnej skupiny pre alternatívne investície (zaisťovacie fondy a súkromný majetok). Správy a závery verejného prejednávania týchto správ sú dostupné na http://ec.europa.eu/internal_market/securities/UCITS/.

dostať „pas“. Tieto legislatívne obmedzenia bránia odvetviu investičných fondov plne využívať všetky výhody z umiestnenia a špecializácie pri ponuke na jednotnom trhu.

Útvary Komisie preskúmali tieto nedostatky na strane ponuky a posúdili pozitívny a negatívny vplyv rôznych možností ich odstránenia. Podľa hodnotenia vplyvu možno očakávať, že opatrenie v mnohých oblastiach prinesie výhody, ktoré vyvážia náklady a riziká s ním spojené. V hodnotení vplyvu sa tiež uvádza, že existuje len málo dôkazov slúžiacich na podporu mnohých opatrení. V tomto oddiele sa uvádzajú tie oblasti, v ktorých Komisia rýchlo predloží návrhy na zmenu existujúcej smernice. Niektoré z týchto slobôd sú doplnkové. Poskytujú manažérom a správcom fondov ponuku možností pre využitie účinných prínosov jednotného trhu prostredníctvom množstva obchodných modelov.

1.1. Odstránenie administratívnych prekážok cezhraničného obchodovania:

V smernici o PKIPCP sa vyžaduje, aby správca fondu pred začatím predaja fondu v inom členskom štáte predložil príslušnému miestnemu orgánu rozsiahlu dokumentáciu a čakal dva mesiace, kým tento orgán overí súlad s miestnymi pravidlami pre reklamu. Lehota dvoch mesiacov sa vždy nedodržiava. Zaznamenali sa prípady, kedy ukončenie oznamovacieho konania trvalo osem až deväť mesiacov. Súčasný oznamovací systém má iba málo identifikovateľných výhod. Pre trhové subjekty predstavuje čisté náklady. Vo významnej miere bráni zavádzaniu nových produktov na jednotný trh.

Vynaložilo sa rozsiahle úsilie na odstránenie najvýznamnejších príčin nezhôd týkajúcich sa správy, ktoré sa zavŕšilo prijatím usmernení CESR⁶ v júni 2006. Tieto hodnotné zlepšenia však nemôžu prekonať administratívne a procedurálne prekážky, ktoré majú pôvod v neaktuálnych ustanoveniach smernice.

Komisia predloží návrhy na zmenu a doplnenie článkov 44 – 47 smernice. Obmedzí sa rozsah existujúcich administratívnych postupov, ktoré sa musia splniť predtým, ako fond môže začať obchodovať v inom členskom štáte, a to najmä podrobné ex-ante preskúmanie dokumentácie fondu hostiteľským orgánom a súčasná maximálna dvojmesačná čakacia lehota. Dokumentácia a iné výmeny údajov sa uskutočnia medzi jednotlivými regulačnými orgánmi. Zavedú sa mechanizmy pre spoluprácu orgánov dohľadu, aby sa zabezpečilo rýchle riešenie zistených problémov. Hostiteľské orgány dohľadu by sa mali zamerať viac na to, či sprostredkovatelia priamo zodpovední za tieto činnosti v hostiteľskej jurisdikcii dodržiavajú miestne pravidlá marketingu a reklamy skôr ako manažér fondu v partnerskej krajine.

1.2. Uľahčenie cezhraničných zlúčení fondov.

Na trhu PKIPCP sa nachádzajú fondy, ktoré nemajú optimálnu veľkosť: Takmer 54 % fondov PKIPCP má v správe menej ako 50 miliónov EUR aktív. V dôsledku toho sa nevyužívajú významné úspory z rozsahu a konečný investor znáša zbytočne vysoké náklady. Na základe prieskumu sa odhadlo, že náklady by sa mohli znížiť o 5 – 6 mld. EUR ročne.

⁶ Výbor európskych regulačných orgánov cenných papierov.

Bez existencie uľahčujúceho rámca EÚ sú zlúčenia fondov zložité, časovo náročné a drahé – ak sú vôbec možné. Cezhraničné zlúčenia fondov čelia osobitným prekážkam, ktoré sú dôsledkom rozdielov medzi vnútroštátnymi právnymi a dozornými úpravami. V roku 2005 išlo len v 3,5 % prípadov o zlúčenia cezhraničného charakteru. Cezhraničné zlúčenia fondov by nemali investorom spôsobovať nepriaznivé daňové dôsledky. Mnohé členské štáty už používajú daňové dohody, ktoré zabezpečujú, aby sa zlúčenia medzi domácimi fondmi uskutočňovali daňovo efektívnym spôsobom. Je dôležité zabezpečiť, aby sa takéto výhody rozšírili na zlúčenia, do ktorých sú zapojené fondy z iného členského štátu.

Komisia navrhne dodatky k smernici o PKIPCP na vytvorenie vhodných právnych a regulačných podmienok pre zlúčenia fondov. Tieto opatrenia zabezpečia, aby sa pri zlúčeníach fondov plne zohľadnili potreby investorov v zlučujúcich sa fondoch. Bude obzvlášť potrebné zabezpečiť, aby sa informácie o zlúčení uverejňovali vopred a zaistiť, aby mal podielnik možnosť odkúpiť podiel bez poplatku.

Pokiaľ ide o zdaňovanie cezhraničných zlúčení PKIPCP⁷, Komisia považuje za výhodnejšie stavať na príslušnej judikatúre Európskeho súdneho dvora. Táto cesta sa zdá schodnejšou ako predloženie návrhov na harmonizáciu daní, pre ktoré je potrebná jednohlasná podpora 27 členských štátov. Na základe judikatúry Európskeho súdneho dvora Komisia predloží oznámenie, v ktorom sa upresní, že daňovo neutrálne dohody by sa mali rozšíriť na zlúčenia, do ktorých sú zapojené fondy, ktoré majú sídlo v inom členskom štáte.

1.3. Spájanie aktív⁸:

Spájanie aktív umožňuje súbežnú správu aktív získaných rôznymi fondmi – pri zachovaní miestnej prítomnosti fondu na rôznych cieľových trhoch. Skúsenosti a náklady úspešných riadiacich skupín možno rozšíriť v širšom fonde aktív. Tieto techniky nemajú význam iba pre investičné fondy, môžu slúžiť aj ako možný model pre penzijné fondy. Spájanie sa stále viac používa v niektorých členských štátoch. Existujú však podstatné prekážky pre cezhraničné spájanie aktív.

Technicky a právne otvorený prístup k „spájaniu aktív“ je známy ako „spájanie subjektov“. Tento prístup je však v súčasnosti vylúčený vzhľadom na požiadavky na diverzifikáciu uvedené v smernici o PKIPCP. Existuje však silná podpora a rozsiahle skúsenosti týkajúce sa niektorých štruktúr spájania subjektov (napr. master-feeders). Druhý prístup, známy ako „virtuálne spájanie“, nevyžaduje právny prevod aktív na prijímajúci fond. V súvislosti s ním vznikajú náročné požiadavky na funkcie správy fondu a vysporiadania obchodných transakcií. Niektoré regulačné orgány majú výhrydy

⁷ Na väčšinu PKIPCP sa nevzťahuje „smernica o systéme zdaňovania pri zlúčeníach“ (smernica Rady 90/434/EHS).

⁸ Spájanie aktív sa vzťahuje na zoskupenie aktív rôznych investičných fondov s cieľom spoločne spravovať tieto aktíva ako jednotný fond – tým sa nadobudne rozsah, likvidita a iné obchodné výhody. Spájanie môže mať formu „spájania subjektov“. Aktíva zúčastnených fondov sa zoskupia v samostatnom právnom subjekte. Štruktúry „master-feeder“ sú formou spojenia subjektu, pri ktorých sa z vedľajších („feeder“) fondov prevedú všetky prijaté aktíva do hlavného („master“) fondu. Pri virtuálnom spájaní sa využívajú informačné technológie na zoskupenie aktív zúčastnených fondov, ako keby boli základným fondom, ale bez vytvorenia fondu ako právneho subjektu.

voči tejto pomerne novej a neodskúšanej technike, najmä pokiaľ ide o transparentnosť a vykonateľnosť zmlúv, ale aj vzhľadom na rozsiahlosť kontrol informačnej techniky a riadenia rizika.

Komisia predloží zmeny a doplnenia pravidiel diverzifikácie a iných ustanovení smernice s cieľom umožniť expanzívny prístup k „spájaniu subjektov“. Komisia pri navrhovaní právnych predpisov ďalej preskúma primeranosť techník virtuálneho spájania a potrebu navrhnuť smernicu, ktorou sa zmení a doplní smernica tak, aby sa zabezpečila právna istota a podporilo sa účinné riadenie takýchto štruktúr a dohľad nad nimi.

1.4. Pas pre správcovskú spoločnosť:

Správcovské skupiny musia v súčasnosti založiť funkčnú správcovskú spoločnosť v každej krajine, v ktorej vytvorila sídlo fondu: musia splniť nákladné miestne požiadavky. To zvyšuje náklady a bráni rozsahu a špecializácii ziskov. Zmenou a doplnením z roku 2001 sa nepodarilo zaviesť účinný pas pre správcovské spoločnosti fondov spoločností. Nastal čas toto nedokončené opatrenie dopracovať a rozšíriť tieto práva na zmluvné fondy. Komisia je presvedčená, že možno nájsť také riešenia, ktoré upokojia obavy orgánov dohľadu o rozdelení zodpovednosti za dohľad nad správou a riadením fondu. Bude potrebné starostlivo zvážiť rozsah správcovských služieb, na ktoré možno vydať pas, ako aj venovať pozornosť pri zabezpečovaní toho, aby v súvislosti s pasom správcovskej spoločnosti nevznikli komplikácie týkajúce sa daňovej štruktúry reťazca fondu. Pas pre správcovské spoločnosti by nemal uvoľniť kontrolu všetkého majetku v krajine sídla. To by bránilo depozitáru vykonávať účinný dohľad nad fondom, ktorý je jedným z hlavných základov ochrany investorov uvedených v smernici o PKIPCP.

Komisia navrhne zmeny a doplnenia smernice, ktoré umožnia schválenej správcovskej spoločnosti spravovať fondy spoločností a zmluvné fondy v iných členských štátoch. Rozsah služieb, na ktoré možno dostať pas, sa bude musieť starostlivo preskúmať a preveriť v prípravnej fáze.

1.5. Posilnenie spolupráce orgánov dohľadu:

Uvedené zmeny rámca jednotného trhu pre investičné fondy pripravujú cestu pre cezhraničné operácie, platformy alebo štruktúry, ktoré môžu byť právne alebo technicky zložitejšie. Za rôzne subjekty v rekonštruovanom hodnotovom reťazci môžu byť zodpovedné rôzne orgány presadzovania práva. Účinný dohľad nad cezhraničnými štruktúrami a funkciami sa bude musieť podložiť úplnou a včasnou spoluprácou medzi príslušnými vnútroštátnymi orgánmi. Napríklad, požadovanú organizáciu oznamovacích konaní fondu budú sprevádzať opatrenia, ktorými sa domovskému orgánu fondu uloží povinnosť účinne odpovedať na otázky partnerskej krajiny včasným spôsobom. Ostatné zmeny a doplnenia – ako sú pas pre správcovské spoločnosti, spojené štruktúry a zlúčenia – si všetky vyžadujú, aby sa jasne upresnili príslušné právomoci rôznych orgánov dohľadu a objasnili povinnosti, ktoré rôzne orgány dohľadu majú voči svojim kolegom. To zvýši dôveru v spoľahlivosť cezhraničných štruktúr. Komisia je presvedčená, že v prípade PKIPCP možno vytvoriť účinnú spoluprácu orgánov dohľadu tak, ako sa vytvorila v iných citlivých oblastiach presadzovania zákona o cenných papieroch (napr. zneužívanie trhu). Expertná skupina CESR pre investičné riadenie už

dokazuje svoju hodnotu ako efektívna sieť slúžiaca na nachádzanie účelných riešení spoločných problémov v oblasti dohľadu.

Komisia predloží návrhy na posilnenie ustanovení smernice o PKIPCP, ktoré sa týkajú príslušných orgánov a spolupráce pri dohľade. Zmeny a doplnenia budú vychádzať z príslušných ustanovení novších právnych predpisov v oblasti cenných papierov (napr. MiFID⁹ a smernica o prospekte). Orgány presadzovania práva budú požiadané o poskytnutie včasnej pomoci a podľa potreby aj o zasiahnutie v prípade problémov, ktoré majú pôvod v ich jurisdikcii. Tieto orgány musia mať porovnateľné právomoci pri sledovaní a trestaní nevhodného konania manažérov fondov.

1.6. Zlepšenia účinnosti, ktoré si nevyžadujú zmeny smernice:

- **Presne stanovená lehota pre schválenie v krajine sídla:** Oneskorenia v dĺžke šesť týždňov pred schválením PKIPCP nie sú nezvyčajné. To pre PKIPCP predstavuje významnú nevýhodu v porovnaní s inými investičnými produktmi a jednotlivými cennými papiermi. Komisia preto podnecuje vnútroštátne orgány, aby urýchlili schvaľovanie fondov. Nie je však potrebné, aby zasiahol zákonodarca EÚ. Malo by sa umožniť, aby fungovala „hospodárska súťaž medzi systémami“. Tie vnútroštátne orgány, ktoré majú záujem vybudovať úspešné domáce odvetvie investičných fondov, sú zjavne motivované zaviesť účinné a spoľahlivé povoloňacie konania.
- **Smerovanie správ a spracovanie príkazov fondov/vyrovnanie:** Spracovanie príkazov fondov nedržalo tempo s rastom trhu a zmenami v distribučných systémoch. Charakterizujú ho vyššie prevádzkové riziká, dlhšie meškania pri spracovaní a nevyhnutne vyššie náklady. Tieto nedostatky však nemajú pôvod v regulácii alebo zásahu verejného sektora – vyplývajú z nečinnosti súkromného sektora a problémov koordinácie prechodu na dokonalejšie technológie alebo účinnejšie obchodné modely. Komisia vyzýva európske odvetvie, aby vypracovalo súdržnú stratégiu pre postupné zavádzanie potrebných zlepšení do týchto funkcií.
- **Pas pre depozitár:** Nezdá sa, že sloboda ustanoviť depozitár v inom členskom štáte, poskytuje šance na podstatné zisky. Depozitné funkcie sa iba malou mierou podieľajú na celkových nákladoch fondu a vo veľkej rozsahu sa vyčerpali využívaním poverení. Zdá sa, že rozsah úprav, ktoré by sa mali vykonať v smernici, aby sa zosúladiли povinnosti a funkcie depozitára, veľkou mierou preváži akékoľvek minimálne prínosy. Komisia odporučí členským štátom, aby prijali opatrenia na odstránenie prekážok, ktoré bráni výberu a flexibilitě pri menovaní správcov fondov. Komisia predovšetkým podnieti členské štáty, aby povolili pobočkám bánk, ktoré sú schválené v inom členskom štáte, vystupovať ako depozitáre a depozitárom umožnili poveriť správou aktív správcu v inom členskom štáte. Útvary Komisie budú dlhodobo monitorovať trh depozitárov, aby posúdili potrebu väčšej flexibility a/alebo harmonizácie.

Komisia v týchto a iných oblastiach podnieti členské štáty, aby prehodnotili postupy schvaľovania fondov a dohľadu nad nimi s cieľom určiť odvetvia, kde možno zaviesť zlepšenia na jednostrannom základe so zreteľom na „najlepšiu prax“ kdekoľvek v EÚ. Hoci určitý podnet pre úspešné a dynamické odvetvie investičných fondov prinesie vývoj

⁹ Smernica 2004/39/ES o trhoch s finančnými nástrojmi z 21. apríla 2004.

na úrovni EÚ, existuje množstvo opatrení, ktoré môžu jednotlivé členské štáty prijať na zlepšenie ich domáceho prevádzkového prostredia pre investičné fondy.

2. JEDNOTNÝ TRH INVESTIČNÝCH FONDŮV, KTORÝ PRACUJE PRE KONEČNÉHO INVESTORA:

Nákladové úspory a otváranie nových trhov pre odvetvie sa musia odraziť v konkrétnych zlepšeniach pre konečného investora – formou nižších poplatkov alebo vyšších výnosov, ale aj z hľadiska prístupu k stále výkonnejším produktom. V záujme dosiahnutia tohto cieľa sa predmetné odvetvie bude musieť prispôbiť disciplíne strany dopytu, ako aj silnej hospodárskej súťaži na celom jednotnom trhu. Investori budú potrebovať dostupné a spoľahlivé informácie, ktoré im umožnia vybrať si konkurencieschopné produkty, ktoré im ponúkajú najlepšie kombinácie z hľadiska rizika a výnosov. Budú musieť mať možnosť spoľahnúť sa na kvalitu a objektívnosť služieb poskytovaných finančnými poradcami a sprostredkovateľmi, ktorí im predávajú investičné fondy. Na oboch stranách je potrebné dosiahnuť pokrok.

2.1. Zjednodušený prospekt

Zámerom zjednodušeného prospektu bolo poskytovať investorom a sprostredkovateľom základné informácie o možných rizikách, súvisiacich poplatkoch a očakávaných výstupoch príslušného produktu. Tento zámer však zjavne nevyšiel. Vo väčšine prípadov je dokument pre čitateľov, ktorým je určený, príliš dlhý a nezrozumiteľný. Implementoval sa odlišným spôsobom a členské štáty k nemu pridávali viac požiadaviek, ako bolo požadované („gold-plating“): príslušné odporúčanie Komisie¹⁰ sa skôr porušovalo, ako uplatňovalo v praxi. Výsledkom je rozsiahly dokument, ktorý má pre investorov obmedzenú hodnotu a značné prevádzkové náklady pre odvetvie investičných fondov.

Napriek týmto nedostatkom existuje silná podpora pre uverejňovanie bezprostredných štandardizovaných informácií o fondoch. Treba sa sústrediť na to, aby zjednodušený prospekt obsahoval krátke a zrozumiteľné vyhlásenie o poplatkoch, rizikách a očakávanej výkonnosti, ktoré má význam pre konečného investora. V prípade všetkých PKIPCP, ktoré majú sídlo v EÚ, by mal obsahovať rovnaké základné údaje. Ustanovenia existujúcej smernice bude treba zmeniť tak, aby sa lepšie vymedzilo jej odôvodnenie a základné zásady, a aby sa mohli prijať implementačné právne predpisy, ktoré týmto zásadám dajú jednotné právne záväzné vyjadrenie. To by mohlo slúžiť ako benchmark pre účinné uverejňovanie údajov o rizikách a nákladoch pre ostatné investičné produkty, ako je „unit-linked“ životné poistenie.

Nedostatky zjednodušeného prospektu sú príliš závažné, preto možno očakávať zmenu a doplnenie smernice. Praktické opatrenia na nápravu nedostatkov zjednodušeného prospektu sa zavedú načas. Na posledných pracovných stretnutiach sa určili oblasti, v ktorých je potrebné zjednodušený prospekt zlepšiť. Komisia sa bude snažiť uzákoniť lepšie uverejňovanie údajov o rizikách, nákladoch a výkonnosti prostredníctvom revízie príslušného odporúčania. Táto práca sa bude realizovať na základe príspevkov od CESR

¹⁰ Odporúčanie Komisie [2004/384/ES](#) z 27. apríla 2004 o niektorých náležitostiach zjednodušeného prospektu, ako je uvedené vo vzore C prílohy I k smernici Rady 85/611/EHS.

a vnútroštátnych orgánov. Prácu v tejto oblasti budú priebežne testovať investori a sprostredkovatelia, aby sa zaručila jej užitočnosť pre výber investícií. Náležité testovania spotrebiteľmi a trhom bude trvať dlhšie. Napriek tomu sa očakáva, že nelegislatívne zlepšenia možno dosiahnuť do polovice roku 2008. Tieto zlepšenia budú právne záväzné po nadobudnutí účinnosti zmien a doplnení smernice.

Vyžaduje sa dvojstupňový prístup. Samotná smernica sa musí zmeniť a doplniť tak, aby sa upresnili základné ciele a hlavné zásady zjednodušeného prospektu a umožnilo prijatie právne záväzných implementačných opatrení, ktorými sa tieto zásady účinne a jednotne vyjadria. Komisia pred nadobudnutím účinnosti zmenenej a doplnenej smernice zreviduje svoje odporúčanie na zlepšenie uverejňovania údajov o rizikách, nákladoch a výkonnosti. Táto práca sa vykoná v úzkej spolupráci s členskými štátmi, investori, distribútori a odvetvie ju dôkladne preveria.

2.2. Distribučné systémy: na prvom mieste sú záujmy investorov

Je nevyhnutné, aby distribučné systémy, ktoré spájajú dopyt investora s finančnou ponukou, pracovali efektívne. Musia poskytovať produkty, ktoré vyhovujú potrebám jednotlivých investorov za konkurenčných podmienok. Distribúcia fondov predstavuje v súčasnosti najväčšiu samostatnú nákladovú položku v odvetví investičných fondov – v rozpätí od 46 % celkových nákladov vo Francúzsku po 75 % v Taliansku.

Presun z uzavretých distribučných systémov na otvorenú alebo riadenú štruktúru, v rámci ktorej sprostredkovatelia ponúkajú rad produktov tretích strán, sa zrýchľuje. Táto zmena môže byť veľkou výhodou pre investorov, ak sa fondy tretích strán vyberajú na základe objektívnych dôvodov, ako sú náklady alebo očakávaná výkonnosť. Dôvody, ako je úroveň provízií, ktoré platia promotéri fondov distribútorom, by nemali nepriaznivo ovplyvniť výber fondov. Manažéri fondov v súčasnosti platia v priemere 50 % ich poplatku za správu distribútorovi tretej strany. Treba preskúmať, či takéto provízie predstavujú platbu za poskytované služby, ako sú predpredajné/popredajné služby zákazníkom. Konflikty záujmov a stimuly sa musia správnym spôsobom vysporiadať alebo zverejniť: sprostredkovatelia musia primerane prevziať povinnosti starostlivosti o retailových zákazníkov. V smernici MiFID sa stanovujú nástroje na riadenie týchto záujmov. V jej implementačných opatreniach sa stanovuje, že stimuly sa musia zverejniť a môžu sa poskytovať, iba ak sú v záujme klienta.

Vo všeobecnejšom kontexte by sa mala smernicou MiFID zvýšiť kvalita klientskej podpory tak, aby poradcovia, makléri a ostatní sprostredkovatelia poskytovali zákazníkom uvážené investície do investičných fondov. To zvýši záťaž kladenú na investičné spoločnosti, ktoré predávajú fondy, aby zaručili vhodnosť produktu pre individuálneho klienta a klienta plne informovali o riziku spojenom s konkrétnymi produktmi.

Komisia bude pozorne monitorovať implementáciu pravidiel uvedených v smernici MiFID pre „výkon podnikania“ a stimuly vzhľadom na sprostredkované predaje fondu. Útvary Komisie uverejnia „príručku“ na zjednotenie účinnej implementácie týchto ustanovení s cieľom zabezpečiť, aby sa investori mohli spoľahnúť na nestranné a odborné sprostredkovanie fondov.

3. RIEŠENIA JEDNOTNÉHO TRHU V ZÁUJME NEHARMONIZOVANÝCH RETAILOVÝCH FONDŮV?

Rámec PKIPCP sa už viac nevzťahuje na investičné fondy, ktoré možno predávať retailovým investorom na základe čiastkových vnútroštátnych režimov. Existujú kategórie investičných fondov, ktoré nie sú zlučiteľné s PKIPCP z dôvodu povahy ich investičnej politiky alebo štruktúry fondu. Napriek tomu môžu byť vo veľkej miere dostupné retailovým investorom na vnútroštátnej úrovni – podliehajú rôznym formám regulácie produktov alebo distribúcie. Neexistencia pasu je dôvodom nespokojnosti pri dlhodobo zavedených retailových produktoch, ako sú otvorené realitné fondy (150 mld. EUR aktív v správe v EÚ), ktoré vidia v obsluhovaní celoeurópskej investorskej základne možné výhody. Na investorov v čoraz vyššej miere pôsobia neharmonizované fondy v súvislosti s rôznymi podmienkami či obmedzeniami, ako aj vzhľadom na rôzne metódy distribúcie.

Podľa odhadov Komisie predstavujú aktíva v správe neharmonizovaného odvetvia zameraného na retail približne 10 % celkových spravovaných aktív. V tomto segmente odvetvia investičných fondov neexistuje formálny rámec na podporu cezhraničných retailových predajov. Je potrebné zaviesť takýto rámec? Pred uvedením kladnej odpovede na túto otázku je nevyhnutné lepšie objasniť tieto body:

- (1) Vzhľadom na charakteristiky rizík a výkonnosti predmetných fondov možno konštatovať, že tieto fondy sú vhodné na predaj retailovému investorovi aj bez poradenstva?
- (2) Prinesie mechanizmus pasu skutočné a materiálne výhody príslušným sektorom, investorom a širšiemu trhu pri zohľadnení dodatočných regulačných nákladov a iných vplyvov súvisiacich so zavedením takéhoto mechanizmu? Pri tomto posúdení treba prihliadať na skutočnosť, že rámec jednotného trhu je reálny a praktický so zreteľom na rôznorodé obchodné stratégie, triedy aktív, finančné inžinierstvo a veľmi rôznorodé investičné kultúry v jednotlivých členských štátoch.
- (3) V prípade potreby rámca umožňujúceho fungovanie jednotného trhu, ako možno tento cieľ čo najefektívnejšie dosiahnuť?
 - (a) Možným legislatívnym riešením je rozšírenie oblasti súčasného rámca PKIPCP. Možno však vznikne potreba vo významnej miere zmeniť ustanovenia týkajúce sa PKIPCP o reštrukturalizácii fondu a investičnej politike, so zvýšeným dôrazom na zásady, v súvislosti s ďalším prispôsobovaním tried neharmonizovaných fondov. Tieto zmeny však nemožno uskutočniť bez dôkladného posúdenia rizika oslabenia záruk kľúčových investorov a súvisiaceho možného vplyvu v súvislosti so širším trhom PKIPCP. Bolo by v dôsledku zmeny oblasti pôsobnosti a úpravy smernice o PKIPCP, ktoré sú potrebné v záujme ďalšieho prispôsobenia tried neharmonizovaných fondov, možné dosiahnuť podstatné čisté prínosy, ako aj udržanie vysokej úrovne ochrany investora?
 - (b) Bolo by možné popri smernici o PKIPCP zaviesť produktové režimy? V dôsledku toho by mohlo dôjsť k ohrozeniu vytvorenia regulačného

prostredia rozdrobeného v závislosti od jednotlivých produktov, čo by viedlo k deformácii trhu a regulačnej arbitráži. Súčasne by mohlo vzniknúť aj riziko ustavičného upravovania právneho rámca v reakcii na výskyt nových investičných politík.

Vzhľadom na neistotu v súvislosti s možnými vplyvmi alebo najvhodnejšou alternatívou sa Komisia domnieva, že zatiaľ nedozrel čas na prerokovanie konkrétnych legislatívnych iniciatív týkajúcich sa integrácie trhov s niektorými druhmi neharmonizovaných fondov. Ako východisko pre riadne a empiricky podložené rozhodnutie v roku 2008 Komisia uskutoční systematickú analýzu týchto otázok vrátane konzultácií s praktikmi a expertmi na predmetné oblasti so zvláštnym dôrazom na oblasť realitných fondov, pre ktorú zriadi expertnú skupinu.

Komisia preskúma pravdepodobné náklady, prínosy a riziká súvisiace s poskytnutím povoloacieho rámca jednotného trhu pre neharmonizované retailové produkty a posúdi, či sú tieto produkty v prvom rade vhodné na predaj investorom v rámci cezhraničného obchodu. V prípade, že vďaka rozsiahlemu výskumu a informáciám poskytovaným zo strany daného odvetvia, investorov a regulačných subjektov vznikne presvedčivá situácia na rozvoj riešení jednotného trhu v súvislosti s niektorými neharmonizovanými produktmi, Komisia zváži dostupné možnosti a charakter potrebných zmien rámca PKIPCP. Komisia predloží správu Rade a Parlamentu o záveroch tohto hodnotenia v roku 2008.

4. MARKETING A PREDAJ PRODUKTOV „KVALIFIKOVANÝM INVESTOROM“:

Existujú aj fondy, iné ako PKIPCP, ktoré sa vo všeobecnosti považujú za vhodnejšie pre inštitucionálnych a iných sofistikovaných investorov, ktorí sú schopný prijať investičné rozhodnutia samostatne. Medzi príklady týchto fondov patria súkromné majetkové fondy a väčšina investícií zaistovacích fondov. To sú typické investičné produkty, pri ktorých je pomerne vysoká pravdepodobnosť veľmi nepriaznivých investičných výstupov. Môže ísť aj o produkty, ktoré zahŕňajú nové formy rizika (napríklad ťažkosti pri hodnotení aktív).

Neexistuje spoločný európsky prístup pre odlišovanie produktov, ktoré sú vhodné pre retailovú verejnosť od produktov, ktoré by sa mali zachovať pre sofistikovaných investorov. Zo skúseností na vnútroštátnej úrovni vyplýva, že nemožno úplne dostatočne a jednoznačne vymedziť toto rozlíšenie. Názor na to, čo je bezpečný produkt pre retailové investovanie, sa časom mení, keďže sa zdokonaľujú nové triedy aktív, charakteristiky rizika sú lepšie porozumené.

Smernicou MiFID sa neopodstatnené obmedzenia predaja niektorých nástrojov určitým kategóriám investorov nahrádzajú systémom, ktorý kladie na investičnú spoločnosť zodpovednosť, aby sa pri každom jednotlivom zákazníkovi presvedčila o tom, či je konkrétna investícia vhodná alebo primeraná. V prípade mnohých členských štátov to bude predstavovať nový prístup k ochrane investorov. Orgány presadzovania práva budú musieť vo veľkej miere investovať do toho, aby zabezpečili, že investičné spoločnosti pochopia, čo sa od nich očakáva. Zavádzanie tohto prístupu sa bude pozorne monitorovať, aby sa zaručilo, že investičné spoločnosti v Európe starostlivo implementujú tieto kontroly. Útvary Komisie v úzkej spolupráci s vnútroštátnymi

orgánmi preskúmajú typy obmedzení marketingu a predaja, ktoré by sa mali odstrániť v súvislosti s prechodom na vykonávanie obchodných pravidiel na úrovni investičnej spoločnosti. Osobitná pozornosť sa bude venovať marketingu a predaju neharmonizovaných fondov, ktoré znamenajú vysokú pravdepodobnosť veľmi nepriaznivých výstupov investovania.

Komisia v rámci tohto procesu vypracuje prehľad vnútroštátnych pravidiel a obmedzení, ktoré bránia „súkromnej ponuke“ fondov a ostatných finančných nástrojov inštitucionálnym investorom a ostatným oprávneným protistranám. Neexistujú závažné dôvody ochrany investorov na to, aby vnútroštátne regulačné orgány zasahovali do finančných transakcií, do ktorých sú zapojení profesionálni investori, ktorí sú informovaní o rizikách spojených s investíciou. Komisia bude pracovať na uvoľnení cezhraničných transakcií medzi stanovenými zmluvnými stranami, pokiaľ budú v rámci spoločného režimu „súkromného umiestňovania“. Smernicou MiFID a smernicou o prospekte sa zavádzajú niektoré základné prvky takéhoto režimu – stanovením neuplatňovania vykonávania obchodných pravidiel a obmedzením predaja na niektoré transakcie. Pre ukončenie tohto procesu bude treba odstrániť zostávajúce prekážky, ktoré majú pôvod vo vnútroštátnych pravidlách pre schvaľovanie produktov. Komisia sa domnieva, že takéto úpravy môžu významným spôsobom prispieť k prehĺbeniu európskych trhov pre inštitucionálne produkty, ako aj pre súkromné majetkové investície. Komisia na základe systematickej analýzy týchto pravidiel, do ktorej sa zapojí CESR a novo vytvorená expertná skupina pre európske trhy s cennými papiermi (ESME), predloží Rade a Parlamentu správu o najúčinnnejších prostriedkoch na vytvorenie spoločného prístupu k súkromnému umiestňovaniu na jeseň roku 2007.

Útvary Komisie v spolupráci s CESR a vnútroštátnymi orgánmi preskúmajú typy obmedzení marketingu a predaja, ktoré by sa mali zrušiť v prospech spoliehania sa na investičné spoločnosti, ktoré majú zodpovednosť za predaj produktov na klientskom základe.

Komisia a CESR v rámci tohto procesu vykonajú systematický prehľad a analýzu vnútroštátnych prekážok „súkromného umiestňovania“ finančných nástrojov inštitucionálnymi investormi a ostatnými oprávnenými protistranami. Na jeseň roku 2007 predloží Komisia Rade a Parlamentu správu o opatreniach, ktoré treba prijať v záujme zabezpečenia úplnej účinnosti spoločného režimu súkromného umiestňovania.

5. ZÁVERY:

Investičné fondy sú dostatočne zakotveným a významným pilierom európskeho finančného systému. Ich význam ešte vzrastie, keďže ich európski investori využívajú ako jeden z prostriedkov na zabezpečenie primeraného dôchodku. Vhodné a účinné regulačné prostredie je prvotnou podmienkou pre stály úspešný rozvoj európskych trhov investičných fondov.

V tejto Bielej knihe sa vymedzil balík opatrení navrhnutých na zjednodušenie prevádzkového prostredia pre investičné fondy – najmä dôkladným prehodnotením nadbytočných oznamovacích postupov a zredukovaním zjednodušeného prospektu. Tieto opatrenia vytvoria nové príležitosti pre cezhraničné subjekty bez toho, aby účastníkom z iných odvetví vznikli značné dodatočné náklady. V Bielej knihe sa okrem toho

identifikuje potreba poskytnúť investorom lepšie nástroje na prijatie informovaných rozhodnutí a zabezpečiť, aby dostávali objektívnu a nestrannú pomoc od distribútorov fondov. Tento balík opatrení predstavuje starostlivo pripravený program, ktorý má bezprostredný význam pre európske odvetvie fondov a jeho investorov.

Vzhľadom na rastúci význam tejto obchodnej činnosti je zrejmé, že modernizácii a rozvoju legislatívneho rámca EÚ bude treba venovať stálu pozornosť. Pripravované zmeny a doplnenia smernice o PKIPCP nemusia byť konečné. Posledná inovácia investičných techník a produktov znamená, že orgány EÚ a vnútroštátne orgány budú musieť naďalej riešiť otázky spojené s rozsahom pôsobnosti a štruktúrou európskeho legislatívneho rámca pre investičné fondy. Aby sa predišlo neuváženým záverom, sa v tejto Bielej knihe navrhuje preskúmať tieto otázky pozornejšie, aby sa umožnila informovanejšia politická debata, keďže sa tieto nové produkty a triedy aktív zdokonaľujú.

– **Príloha 1: Zoznam opatrení podľa Bielej knihy:**

A. Návrh na zmenu smernice 85/611:

Komisia navrhne ciele úpravy a dodatky na: 1) zjednodušenie existujúcich mechanizmov, na ktoré sa vydáva pas, a rozšírenie slobôd poskytovaných fondom PKIPCP a ich manažérom, 2) podporu účinného a príslušného zjednodušeného prospektu, 3) zvýšenie spolupráce orgánov dohľadu. Návrhy na zmeny a doplnenia právnych predpisov budú predložené ako samostatný balík na jeseň roku 2007. Útvary Komisie, v rámci ich záväzku k transparentnosti, uskutočnia otvorenú konzultáciu k plánovaným návrhom na jar roku 2007. Pri tejto konzultácii sa návrhy preskúmajú aj z hľadiska nákladovej efektívnosti. V zmenených a doplnených alebo nových ustanoveniach smernice sa stanoví používanie podrobných implementačných právnych predpisov, aby sa definoval spôsob, akým by sa mali práva alebo povinnosti vykonávať. To umožní vyššiu právnu istotu a jednotnosť pri implementácii práv a povinností vyplývajúcich zo smernice a flexibilnejšie prispôbenie sa premenlivým trhovým okolnostiam a potrebám investorov. Predpokladaný čas realizácie: Komisia uverejní svoj návrh na jeseň roku 2007.

B. Nelegislatívne opatrenia na podporu zlepšení rámca PKIPCP:

- Oznámenie, ktoré sa odvoláva na príslušnú judikatúru Európskeho súdneho dvora, ktoré slúži na upresnenie, že zdanenie vnútroštátnych kapitálových ziskov zlúčením fondov s miestnym sídlom by sa malo rozšíriť na zlúčenia, do ktorých sú zapojené fondy z iného členského štátu. Predpokladaný čas vyhotovenia: v prvých mesiacoch roku 2008.
- Revízia odporúčania Komisie o zjednodušenom prospekte založená na usmernení CESR, konzultácii a spotrebiteľských testoch. Táto práca sa vykoná súbežne so zmenou príslušných ustanovení smernice. Predpokladaný čas začatia prác: začiatok roku 2007; cieľový dátum ukončenia: polovica roku 2008.
- Príručka útvarov Komisie o uplatňovaní príslušných opatrení smernice MiFID na kolektívne investície/PKIPCP. Predpokladaný čas vyhotovenia: leto roku 2007.
- Oznámenie/odporúčanie o zverení správcovských funkcií depozitárov a ustanovení pobočiek bánk EÚ za depozitár: Predpokladaný čas vyhotovenia: začiatok roku 2008.

C. Neharmonizované investičné fondy:

- Revízia vnútroštátnych pravidiel, ktorými sa riadi umiestňovanie finančných nástrojov vrátane niektorých fondov, kvalifikovanými investormi a prvé hodnotenie možností na vybudovanie spoločného európskeho režimu súkromného umiest'ovania: Predpokladaný čas ukončenia: jeseň roku 2007.
- Nový prieskum investičných politík pre harmonizované a neharmonizované fondy a súvisiaceho rizika a výkonnosti: uverejnenie výsledkov – koniec roka 2007.
- Vytvorenie expertnej skupiny zaoberajúcej sa otvorenými realitnými fondmi: uverejnenie správy – jeseň 2007.

- Správa Komisie Rade a Parlamentu, v ktorej sa hodnotí potreba a prípadné možnosti rozvoja rámca jednotného trhu pre niektoré neharmonizované fondy zamerané na retail: polovica roku 2008.