



KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER

Bruxelles, den 15.11.2006  
KOM(2006) 686 endelig

## **HVIDBOG**

### **HVIDBOG OM FORBEDRING AF DET INDRE MARKEDS RAMMER FOR INVESTERINGSFONDE**

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

(forelagt af Kommissionen)

## HVIDBOG

### HVIDBOG OM FORBEDRING AF DET INDRE MARKEDS RAMMER FOR INVESTERINGSFONDE

#### Indledning

Investeringsfonde giver detailinvestorer billig adgang til professionelt forvaltede og diversificerede investeringer. Europæiske investorer har brug for en kompetent og velreguleret formueforvaltning, efterhånden som samfundets aldring gør det nødvendigt, at de selv tager et større ansvar for deres langsigtede finansieringsbehov. Det giver allerede anledning til en enorm vækst i denne branche såvel i Europa som globalt. Institutionelle investorer, herunder fonde, står bag en voksende andel af husholdningernes investeringer i alle G10-lande. Investeringsfondene udgør 12,6 % af de europæiske husholdningers finansielle aktiver<sup>1</sup>, og fondene EU har over en 12-årig periode opnået en femdobling af den mængde aktiver, de forvalter. Frem til 2010 forventes der vækstrater på ca. 10 % årligt, hvilket vil betyde, at fondene til den tid forvalter en samlet mængde aktiver på 8 billioner EUR. Hovedhjørnesteinen i EU-rammerne for investeringsfonde er UCITS-direktivet fra 1985. UCITS-direktivet<sup>2</sup> er blevet omdrejningspunkt for væksten i en dynamisk europæisk fondsbranche, der i stigende grad fungerer på tværs af hele EU. Brugen af UCITS-produktpasset er udbredt. Fondenes grænseoverskridende salg udgjorde ca. 66 % af branchens samlede nettotilstrømning i 2005.

Udfordringen for EU-politikerne er nu at sikre, at de retlige rammer forbliver effektive, selv om markedets dynamik og investorernes behov ændrer sig. Grundlæggende strukturelle forandringer i de europæiske finansmarkeder lægger nyt pres på UCITS-lovgivningen. I denne hvidbog gøres rede for Europa-Kommissionens syn på de muligheder, der er for at forenkle EU's lovgivningsmiljø og samtidig skabe attraktive og sikre investeringsløsninger for investorerne.

#### **Faktaboks: Investeringsfonde, UCITS og ikke-UCITS**

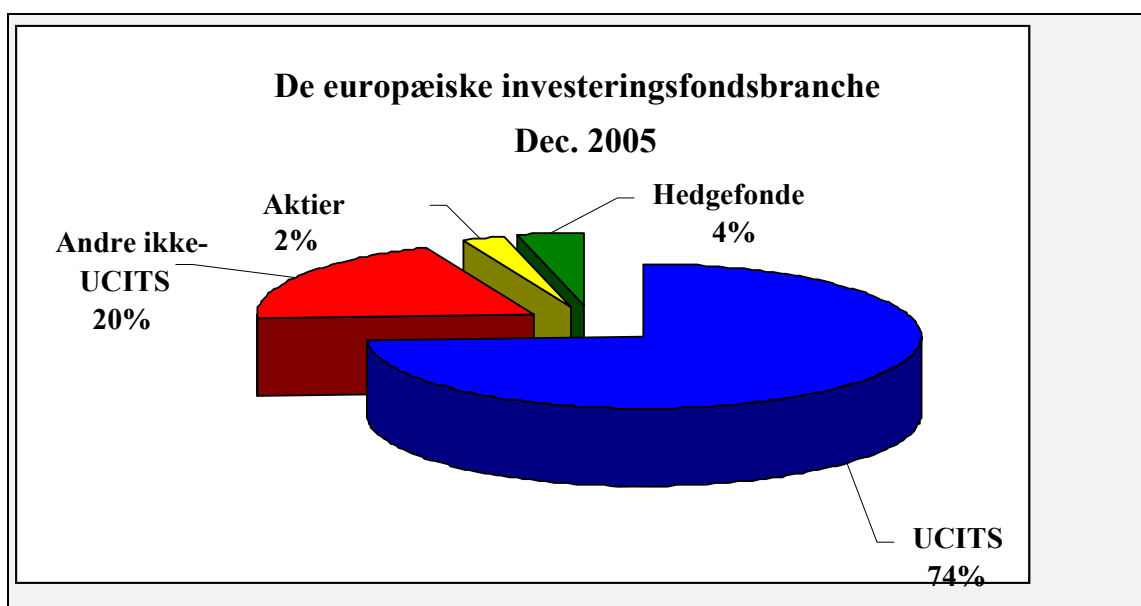
**Investeringsfonde** er en særlig form for investeringsinstrument, der er oprettet med det ene formål at samle investorenes aktiver og investere disse i en diversificeret aktivpool. Investorerne køber beviser udstedt af fonden på de underliggende aktiver, hvorved værdien af beviserne svinger med værdien af de underliggende aktiver. På denne måde kan små investorer købe sig ind i en professionelt forvaltet og diversificeret pulje af finansielle eller andre aktiver. Omkostningerne spredes over hele kredsen af investorer, så de gennemsnitlige omkostninger pr. investor nedbringes. Investorerne kan enten sælge deres andel på markedet, når de ønsker det (åben investeringsfond), eller deres aktiver kan være låst for en fastsat periode (lukket investeringsfond).

<sup>1</sup> EFAMA Fact Book, 2006.

<sup>2</sup> Rådets direktiv 85/611/EØF, ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiver 2001/107/EF og 2001/108/EF.

**UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities)** er investeringsfonde, der er etableret og godkendt i overensstemmelse med kravene i direktiv 85/611/EØF. I direktivet fastlægges de fælles krav til organisering og forvaltning af fonden og tilsynet med den. Der er fastlagt regler for diversificering, likviditet og brug af gearing. I UCITS-direktivet defineres en liste over aktiver, som fonden kan investere i. Når først en UCITS er godkendt, kan den markedsføres over for offentligheden i hele EU efter anmeldelse til hver af de medlemsstater, hvor den skal sælges.

**Ikke-UCITS** er en samlebetegnelse, der henviser til alle ikke-harmoniserede fonde, uanset om de er underlagt national lovgivning eller ej. Der er tale om en bred vifte af investeringsmåder og -produkter lige fra detailorienterede produkter som åbne fonde, der investerer i fast ejendom, til de mere risikobetonede produkter som futures og aktier.



### *Større effektivitet inden for de nuværende rammer*

UCITS-direktivet er ikke længere en tilstrækkelig støtte for den omstrukturering af den europæiske fondsbranche, som er nødvendig, for at den kan leve op til den skærpede konkurrence og de europæiske investorers vekslende behov. Væsentlige elementer i direktivet fungerer ikke effektivt. De friheder, som ligger i direktivet, betyder til gengæld unødvendigt høje overensstemmelsesomkostninger. Fondsforvaltere med aktiver eller aktiviteter i forskellige medlemsstater får ikke tilstrækkelig fleksibilitet til at organisere eller omstrukturere deres virksomhed. Disse eksempler på begrænsninger og manglende effektivitet giver sig udslag i ringere udbytte og højere omkostninger, som fondens investorer må bære. Uafhængige undersøgelser har vist, at en nedbringelse af driftsudgifterne i de europæiske fonde til amerikansk niveau ville forøge det nominelle investeringsafkast med 3 %<sup>3</sup>. De skridt, der er planlagt ifølge hvidbogen, har potentielt stor betydning for millioner af husholdninger, der har investeret i fonde. For at disse fordele kan brede sig helt ud til slutinvestorerne, skal der herske en effektiv konkurrencesituation langs hele fondens værdikæde.

<sup>3</sup> CRA (2006).

## *De større udfordringer*

De nuværende EU-rammer bliver på ny udfordret på såvel udstrækning som indhold:

- (1) **Der er en voksende afstand mellem UCITS-sektoren og de faktiske markedsforhold.** Mange detailfonde kan ikke opfylde direktivets foreskrevne investeringsregler, idet de nok er tilgængelige for detailinvestorer på nationalt plan, men ikke på tværs af grænserne. Direktivet er allerede blevet ændret én gang for at kunne rumme en længere række investeringspolitikker. Kommissionen er i øjeblikket i færd med at klarlægge, om et antal investeringspolitikker er forenelige med direktivets bestemmelser. Imidlertid betyder den fortsatte innovation, at vi løbende tvinges til at se på spørgsmålet. I denne hvidbog planlægger Kommissionen en systematisk gennemgang af investeringsreglerne og såvel de harmoniserede som de ikke-harmoniserede fondes resultater.
- (2) **Forvalterne af investeringsfondene vil være med forrest, når det gælder om at tilbyde privatpersoner muligheder for at spare op til alderdommen.** Investeringsfondene sikrer et etableret instrument til akkumulering af kapital gennem hele arbejdslivet. Udfordringen i dag består i at omdanne disse opsparinger til en forudsigelig og sikker indtægt for investorerne, når de er gået på pension. Kapløbet om udviklingen af disse produkter er i gang.
- (3) **Konkurrence fra andre typer finansielle produkter.** Mange markedsaktører mener, at forvaltningen af en UCITS-fond koster mere og er underlagt flere grænser end salg af andre typer investeringsprodukter såsom livsforsikringer tilknyttet investeringsfonde (unit-linked) eller structured notes og indlånsbeviser (CD). På grund af forskellene i lovgivning og produktindhold er det som at sammenligne æbler og pærer. Kommissionen mener ikke, at svaret er at underlægge alle langsigtede opsparingsinstrumenter en lovgivning i tråd med UCITS. Men den finder, at der er behov for konstant opmærksomhed på lovgivningen for at sikre, at alle investeringsprodukter sælges i henhold til klare regler, som beskytter investorerne mod overdreven gebyropkrævning eller vildledende salg. Kommissionen vil offentliggøre resultatet af markedsundersøgelser på dette område medio 2007.
- (4) **Hvordan tager vi udfordringen fra den globale konkurrence op?** UCITS-godkendelsen har høstet bred global anerkendelse som en garanti for sund produktstrukturering og effektiv lovregulering. En innovativ og sundt reguleret europæisk fondsbranche eksporterer allerede sin knowhow til andre egne af verden. Imidlertid begynder konkurrencen fra fonde af andre nationaliteter at skærpes. Der er brug for en løbende indsats, hvis vi skal forblive i det globale førerfelt.

## *Udgangspunkt i de bestående rammer*

I denne hvidbog planlægges en gradvis udvikling af de bestående rammer. Der stilles forslag om at modernisere og supplere rammerne på en række specifikke og målrettede områder, navnlig ved at fjerne procedurer og omkostninger, som ikke i væsentlig grad giver bedre investorbeskyttelse. Ifølge hvidbogen er det usikkert, om det nuværende direktivs anvendelsesområde og udformning er egnet til situationen. Det konkluderes, at det alt i alt ikke er tilstrækkelig velbegrundet at foretage en grundlæggende revision af direktivet på dette stadium. I stedet forudses en struktureret gennemgang af behovet for ændringer af direktivets

anvendelsesområde og den lovgivningsmæssige tilgang, efterhånden som fondsmarkedets rammer udvikler sig.

I hvidbogen planlægges initiativer til:

- (5) at styrke frihederne på det indre marked og derved sætte fondsbranchen i stand til at yde de europæiske og globale investorer en mere effektiv service
- (6) at sikre, at investorerne er i stand til at træffe kvalificerede investeringsbeslutninger, og at de kan regne med objektiv ekspertbistand fra kompetente formidlere
- (7) at vurdere, om der bør skabes rammer i det indre marked for grænseoverskridende salg af visse typer ikke-UCITS til detailinvestorer, og hvordan dette i så fald kunne gøres mest effektivt
- (8) at igangsætte udformningen af et europæisk system for "privat investering" for at lette salget af ikke-harmoniserede fonde og finansielle instrumenter til institutionelle og avancerede investorer i andre medlemsstater.

Hvidbogen er udfærdiget på baggrund af omfattende høringer og debatter med forbrugerne, branchens aktører og politikerne over en periode på to år. Den bygger på reaktioner på Kommissionens grønne bog fra juli 2005<sup>4</sup>, tre rapporter fra særligt nedsatte grupper af branchesagkyndige plus respons fra interessenter<sup>5</sup> samt rækker af ad hoc-initiativer, herunder to workshopper om det forenkede prospekt. Den indeholder også direkte svar på de vigtige spørgsmål, som Europa-Parlamentet har rejst i sin beretning. De skridt, der foreslås i denne hvidbog, har desuden været genstand for nøje virkningsvurderinger.

## 1. UNDERSTØTTELSE AF EN MERE EFFEKTIV EUROPÆISK FONDSBRANCHE

I juli 2005 definerede Kommissionen i sin grønne bog følgende mangler i de bestående retlige rammer:

- flaskehalse og svigt i produktpasset; procedurer for grænseoverskridende markedsføring, der er for tidkrævende, for bekostelige og underlagt for megen tilsynsrelateret indblanding
- investoroplysninger, der ikke lever op til standarden; det forenkede prospekt hjælper ikke investorerne eller deres rådgivere til at træffe sunde investeringsbeslutninger
- opblomstring af små ineffektive fonde: direktivet rummer ikke bestemmelser om mekanismer, der kan lette sammenlægningen af fonde eller en fælles forvaltning af aktiver; det europæiske fondsmarked er befolket af små og relativt dyre fonde med stigende omkostninger til følge
- hindringer for funktionel og geografisk specialisering: direktivet kræver koncentration af alle værdikædens aktiviteter i én medlemsstat: kun fonden kan få tildelt "passet"; disse

---

<sup>4</sup> KOM(2005) 314 endelig af 14.7.2005.

<sup>5</sup> Rapporter fra ekspertgruppen om investeringsfondsmarkedets effektivitet og ekspertgruppen om alternative investeringer (hedgefonde og aktier). Rapporter og konklusioner på en åben høring om disse rapporter kan læses på <http://ec.europa.eu/internalmarket/securities/ucits/>.

lovgivningsmæssige restriktioner hindrer fondsbranchen i at udnytte den fulde fordel ved alle de lokaliserings- og specialiseringsstilbud, der findes på det indre marked.

Kommissionen har undersøgt disse mangler på effektivitet på udbudssiden og vurderet de positive og negative virkninger af de forskellige muligheder for at afhjælpe dem. Virkningsvurderingen giver en klar forventning om, at en indsats på en række områder vil udløse fordele, som opvejer omkostningerne eller risikoen ved indsatsen. Den afslører også, at der kun er et spinkelt grundlag for at iværksætte en række initiativer. Dette afsnit er en introduktion til de punkter, hvor Kommissionen hurtigt vil fremsætte forslag til ændring af det nugældende direktiv. Nogle af disse friheder er et supplement. De giver fondsforvaltere og administratorer en række muligheder for at øge effektiviteten og fordelene herved i det indre marked gennem en række forretningsmodeller.

### **1.1. Fjernelse af administrative hindringer for grænseoverskridende markedsføring**

Før markedsføring af en investeringsfond i en anden medlemsstat skal fondsforvalteren ifølge UCITS-direktivet indsende omfattende dokumentation til den relevante lokale myndighed og vente i to måneder, mens denne kontrollerer fondens overensstemmelse med de lokale annonceringsregler. Fristen på to måneder overholdes ikke altid. Der berettes om tilfælde, hvor det har taget 8-9 måneder at gennemføre anmeldelsesprocessen. Der er få identificerbare fordele ved det nuværende anmeldelsessystem. Det er en ren udgift for markedsaktørerne og en alvorlig stopklods for udrulningen af nye produkter i det indre marked.

Der er gjort en stor indsats for at fjerne de væsentligste kilder til administrative gnidninger kulminerende med CESR's<sup>6</sup> retningslinjer i juni 2006. Disse nyttige forbedringer kan dog ikke opveje de administrative og proceduremæssige hindringer, der hidrører fra forældede bestemmelser i direktivet.

Kommissionen vil fremsætte forslag til ændring af direktivets artikel 44-47. De bestående administrative procedurer, der skal overholdes, før en fond kan markedsføres i en anden medlemsstat, herunder værtsmyndighedernes detaljerede forudgående kontrol af fondens dokumentation og ventetiden på i øjeblikket højst to måneder, vil blive nedtrappet. Udveksling af dokumentation og andet skal finde sted mellem de regulerende myndigheder. Der skal indføres samordnede tilsynsmekanismer for at sikre hurtig løsning af identificerede problemer. Tilsynsmyndigheder i værtslandet skal fokusere på, om de formidlere, der er direkte ansvarlige for markedsføring og annoncering i værtslandet, overholder de lokale regler herfor frem for at kontrollere partnerlandets fondsforvalter.

### **1.2. Befordring af grænseoverskridende fondsfusioner**

UCITS-markedet er domineret af fonde, der ikke har en optimal størrelse. Ca. 54 % af UCITS-fondene forvalter aktiver for under 50 mio. EUR. Der findes derfor fortsat uudnyttede stordriftsmuligheder, og slutinvestoren bærer unødvendigt høje omkostninger. Ifølge undersøgelser kan omkostningerne sænkes med 5-6 mia. EUR om året.

---

<sup>6</sup> Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg.

Da der mangler befordrende EU-rammer, er fondsfusioner komplekse, tidkrævende og dyre om overhovedet mulige. Grænseoverskridende fondsfusioner støder på særlige hindringer, der skyldes forskelle mellem nationale lovgivnings- og tilsynsordninger. I 2005 var kun 3,5 % af fusionerne grænseoverskridende. Grænseoverskridende fondsfusioner bør ikke give anledning til negative konsekvenser for investorerne med hensyn til skat. Mange medlemsstater har allerede skattesystemer, som sikrer, at fusioner mellem hjemlige fonde foregår på en skattemæssigt effektiv måde. Det er vigtigt at sikre, at sådanne fordele også gælder fusioner med fonde fra en anden medlemsstat.

Kommissionen vil foreslå tilføjelser til UCITS-direktivet for at skabe de rette lovgivningsmæssige betingelser for fondsfusioner. Disse bestemmelser sikrer, at der ved fondsfusioner tages fuldt hensyn til investorernes behov i de enkelte fonde i fusionen. Særligt bliver der behov for at sikre en effektiv forhåndsoplysning om fusionen og give ihændehaveren af andele mulighed for at indløse sine andele gratis.

For så vidt angår beskatning af grænseoverskridende UCITS-fusioner<sup>7</sup>, foretrækker Kommissionen at bygge på EF-Domstolens relevante retspraksis. Denne vej synes mere farbar end at fremsætte forslag om skatteharmonisering, der vil kræve enstemmigt bifald fra 27 medlemsstater. På baggrund af EF-Domstolens retspraksis vil Kommissionen offentliggøre en meddelelse for at gøre det klart, at nationale skatteneutrale ordninger bør omfatte fusioner med fonde, der er hjemmehørende i en anden medlemsstat.

### 1.3. Aktivpooling<sup>8</sup>

Aktivpooling gør det muligt at sikre en samtidig forvaltning af aktiver fra forskellige fonde og stadig fastholde fondenes lokale tilstedeværelse på de enkelte markeder. De succesrige forvaltningsteam kan fordele deres kompetencer og omkostninger over en større aktivpool. Disse teknikker er ikke kun relevante for investeringsfonde, men også som en mulig model for pensionsfonde. Pooling anvendes i stigende grad i visse medlemsstater. Men der findes væsentlige hindringer for grænseoverskridende aktivpooling.

En teknisk og juridisk let tilgang til aktivpooling betegnes enhedspooling. Denne tilgang er i øjeblikket udelukket på grund af diversificeringskravene i UCITS-direktivet. Der er imidlertid kraftig opbakning til og stor erfaring med bestemte enhedspoolingstrukturer (f.eks. master-feeder). En anden metode er virtuel pooling, der ikke kræver juridisk overdragelse af aktiver til en modtagende fond. Men det stiller store krav til fondsadministration og backoffice-funktionerne. Visse lovgivere tager forbehold over for denne relativt nye og uafprøvede teknik, navnlig med hensyn til gennemsigtighed og muligheden for at håndhæve kontrakten, men også hvorvidt IT-delen og risikostyringen er robust nok.

<sup>7</sup> De færreste UCITS er omfattet af Rådets direktiv 90/434/EØF om fælles beskatningsordning ved bl.a. fusioner.

<sup>8</sup> Aktivpooling henviser til, at man samler aktiver fra forskellige investeringsfonde med henblik på en fælles forvaltning af disse aktiver i en enkelt pool og derved høster fordele med hensyn til stordrift, likviditet og handelsforhold. Pooling kan ske i form af "enhedspooling". Aktiverne i de deltagende fonde samles i en særskilt retlig enhed. Master-feeder-strukturer er en form for enhedspooling, hvor feederfondene overfører alle modtagne aktiver til masterfonden. Ved virtuel pooling anvendes informationsteknologi til at samle aktiverne fra de deltagende fonde, som om der var en underliggende pool, men uden at poolen oprettes som en retlig enhed.

Kommissionen vil foreslå ændringer til diversificeringsreglerne og andre bestemmelser i direktivet for at tillade en udvidet brug af enhedspooling. Kommissionen vil under forberedelsen af lovgivningen desuden undersøge nærmere, om de virtuelle poolingteknikker er sunde, og om der er behov for ændringer af direktivet for at tilvejebringe juridisk sikkerhed og understøtte effektiviteten i administration og tilsyn med sådanne strukturer.

#### **1.4. Administrationselskabspas**

I øjeblikket skal administrationsgrupperne etablere et fuldt funktionsdygtigt administrationselskab i hvert land, hvor de opretter en fond. Disse skal opfylde dyre lokale materielle krav. Det virker omkostningsforøgende og hindrer udnyttelsen af fordele ved stordrift og specialisering. Ændringen i 2001 affødte ikke et effektivt administrationselskabspas til selskabsfonde. Det er på tide at fuldføre dette ufærdige arbejde og udvide disse rettigheder til kontraktfonde. Kommissionen stoler på, at der kan findes løsninger på de tilsynsmæssige problemer, der måtte være med at udskille ansvaret for tilsyn med fondens administration fra dens forvaltning. Der vil være behov for nøje overvejelse af rammerne for de administrationstjenester, der kan få pas, og for at rette opmærksomheden mod at sikre, at administrationselskabspasset ikke komplicerer den skattemæssigt effektive strukturering af fondens værdikæde. Administrationselskabspasset skal ikke gøre kontrollen i hjemlandet helt indholdsløs. Dette ville underminere depositarens effektive overblik over fonden, hvilket er en af grundpillerne i investorbeskyttelse ifølge UCITS-direktivet.

Kommissionen vil foreslå ændringer til direktivet for at gøre det muligt for et godkendt administrationselskab at forvalte selskabs- og kontraktfonde i andre medlemsstater. Rammerne for tjenester, der kan få pas, skal nøje afprøves og valideres i forberedelsesfasen.

#### **1.5. Styrkelse af tilsynssamarbejdet**

Ovennævnte ændringer i det indre markeds rammer for investeringsfonde vil bane vej for grænseoverskridende operationer, platforme eller strukturer, som kan være juridisk eller teknisk mere komplekse. Forskellige håndhævende myndigheder kan være ansvarlige for forskellige aktører i den omdannede værdikæde. Effektivt tilsyn med grænseoverskridende strukturer og funktioner skal understøttes af et altomfattende og rettidigt samarbejde mellem de relevante nationale myndigheder. For eksempel vil den ønskede strømlining af anmeldelsesprocedurerne for fonde blive ledsaget af bestemmelser om, at myndighederne i fondens hjemland skal reagere effektivt og rettidigt på spørgsmål fra partnerlande. Andre ændringer såsom administrationselskabspas, poolingstrukturer og fusioner vil alle kræve en klar specifikation af ansvarsfordelingen mellem de forskellige tilsynsmyndigheder og en redegørelse for de forpligtelser, som de forskellige tilsynsførende har over for deres kolleger. Dermed vil tilliden til sunde grænseoverskridende strukturer forøges. Kommissionen er sikker på, at der kan skabes et effektivt tilsynssamarbejde om UCITS, sådan som det har været tilfældet på andre følsomme områder inden for håndhævelse af lovgivningen om værdipapirer (f.eks. markedsmissbrug). CESR's ekspertgruppe i investeringsforvaltning har allerede vist sit værd som et effektivt netværk, der kan finde pragmatiske løsninger på fælles tilsynsproblemer.



Kommissionen vil fremsætte forslag til styrkelse af bestemmelserne i UCITS-direktivet vedrørende kompetente myndigheder og tilsynssamarbejde. Ændringerne vil blive udarbejdet på baggrund af relevante bestemmelser i nyere lovgivning om værdipapirer (f.eks. direktivet om markeder for finansielle instrumenter<sup>9</sup> og prospektdirektivet). Håndhævelsesmyndighederne skal yde rettidig bistand og om fornødent gribe ind i tilfælde af vanskeligheder med udgangspunkt i deres eget land. De skal forsynes med sammenlignelige beføjelser til at retsforfølge og straffe fondsforvaltere for ukorrekt optræden.

#### 1.6. Effektivitetsforbedringer, der ikke kræver ændringer af direktivet

- **Stram frist for godkendelse i hjemlandet:** Det er ikke usædvanligt, at UCITS-godkendelsen er forsinket i op til seks uger. Dette er en betydelig ulempe for UCITS i sammenligning med andre investeringsprodukter og individuelle værdipapirer. Kommissionen opfordrer derfor de nationale myndigheder til at fremskynde godkendelsen af fonde. Der er dog ingen grund til indgreb fra EU's lovgivende instanser. Der skal kunne foregå "konkurrence mellem systemerne". De nationale myndigheder, der har interesse i at opbygge en succesrig hjemlig fondssektor, har et klart incitament til at indføre effektive og pålidelige godkendelsesprocedurer.
- **Meddelelseskanaler og behandling/betaling af fondsordrer:** Fondsordrebehandlingen har ikke kunnet holde trit med væksten i markedet og forandringerne i distributionssystemerne. Den er karakteriseret ved større operationelle risici, længere behandlingsfrister og uundgåeligt højere omkostninger. Disse eksempler på ineffektivitet hidrører ikke fra regulering eller indgreb i den offentlige sektor, men opstår som følge af inertien i den private sektor og vanskelighederne med at koordinere overgangen til mere avanceret teknologi eller mere effektive forretningsmodeller. Kommissionen opfordrer det europæiske erhvervsliv til at udvikle en sammenhængende strategi for indfasning af de nødvendige forbedringer af disse funktioner.
- **Depositarpas:** Friheden til at udnævne en depositar i en anden medlemsstat synes ikke at frembyde væsentlige fordele. Depositarens funktioner står for en lille andel af fondens samlede omkostninger og er stort set forsvundet som følge af omfattende brug af delegering. De marginale fordele, der måtte være, ser ud til i høj grad at opvejes af omfanget af de justeringer, der bør ske af direktivet for at få harmoniseret depositarens ansvar og funktioner. Kommissionen henstiller, at medlemsstaterne træffer en række foranstaltninger til fjernelse af hindringer for frit valg og fleksibilitet i udnævnelsen af fondens depotinstitution. Navnlig vil Kommissionen opfordre medlemsstaterne til at tillade filialer af banker, der er godkendt i en anden medlemsstat, at optræde som depositarer og at tillade depositarer at delegerer opbevaringen af aktiverne til en depotinstitution i en anden medlemsstat. På længere sigt vil Kommissionen fortsætte sin overvågning af depositarmarkedet for at vurdere behovet for større fleksibilitet og/eller harmonisering.

På disse og andre områder opfordrer Kommissionen medlemsstaterne til at revidere deres praksis for godkendelse og tilsyn for at finde metoder til ensidig indførelse af forbedringer under henvisning til bedste praksis andre steder i EU. Mens en succesrig og dynamisk fondsbranche i et vist omfang drives af udviklingen på EU-plan, er der mange andre skridt,

---

<sup>9</sup> Direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter.

som den enkelte medlemsstat kan tage for at forbedre det hjemlige arbejdsklima for investeringsfonde.

## **2. SÅDAN SKAL DET INDRE MARKED FUNGERE FOR SLUTINVESTOREN**

Omkostningsbesparelser og nye markedsmuligheder for branchen skal give sig udslag i mærkbare forbedringer for slutinvestoren i form af lavere gebyrer eller højere afkast, men også i form af adgang til fortsatte forbedringer af produkternes resultatniveau. Derfor bliver branchen nødt til at underkaste sig en skrap disciplin på efterspørgselsiden og en skærpet konkurrence på tværs af det indre marked. Investorerne får brug for forståelige og pålidelige oplysninger, som kan sætte dem i stand til at udvælge konkurrencedygtige produkter med den mest attraktive balance mellem risiko og afkast. De bliver nødt til at kunne stole på kvaliteten og objektiviteten i de tjenester, der ydes af de finansielle rådgivere og formidlere, som sælger investeringsfonde til dem. Der er brug for fremskridt i begge henseender.

### **2.1. Forenklet prospekt**

Hensigten med det forenkledede prospekt var at give investorerne og formidlerne de grundlæggende oplysninger om mulige risici, tilhørende gebyrer og forventet udbytte af de respektive produkter. Men det er slet ikke lykkedes. I de fleste tilfælde er dokumentet for langt og uforståeligt for de tiltænkte læsere. Det er blevet offer for divergerende måder at gennemføre den på og for "forgyldning", idet den relevante henstilling fra Kommissionen<sup>10</sup> i højere grad er blevet fulgt i tilfælde af brud end i praksis. Resultatet er en massiv papirgang af begrænset værdi for investorerne og en betydelig fast omkostning for fondsbranchen.

Trods disse mangler er der stærk opbakning til de standardiserede, alment tilgængelige oplysninger om fonde. Der er brug for en yderligere indsats for igen at få det forenkledede prospekt koncentreret om at give kort, forståelig og meningsfyldt besked om gebyrer, risici og forventet udbytte til slutinvestoren. Prospektet skal indeholde de samme grundlæggende oplysninger for alle UCITS, uanset hvor de er hjemmehørende i EU. Det bliver nødvendigt at ændre bestemmelserne i det nugældende direktiv for bedre at forklare dets baggrund og nøgleprincipper og gøre det muligt at vedtage gennemførelseslovgivning, for at disse principper kan få en ensartet retligt bindende form. Dette arbejde kunne tjene som benchmark for effektive, alment tilgængelige oplysninger om risici og omkostninger for andre investeringsprodukter såsom livsforsikring tilknyttet investeringsfonde (unit-linked).

Det forenkledede prospekts mangler er for betydelige til at afvente en ændring af direktivet. Der vil straks blive truffet praktiske foranstaltninger til afhjælpning af manglerne i det forenkledede prospekt. På nyligt afholdte workshoper er de områder i det forenkledede prospekt, der trænger til forbedring, blevet identificeret. Kommissionen vil forsøge at kodificere forbedrede oplysninger om risiko, omkostning og udbytte gennem en revision af sin henstilling om emnet. Dette arbejde vil foregå på grundlag af bidrag fra CESR og de nationale myndigheder. Det igangværende arbejde vil blive afprøvet på investorer og formidlere for at sikre, at det udgør et nyttigt bidrag til investeringsudvælgelsen. Ordentlig forbruger- og markedsafprøvning tager tid. Ikke desto mindre er det Kommissionens håb, at forslagene til

---

<sup>10</sup> Kommissionens henstilling [2004/384/EF](#) af 27. april 2004 om visse oplysningselementer i det forenkledede prospekt omhandlet i skema C i bilag I til Rådets direktiv 85/611/EØF.

de ikke-juridiske forbedringer kan fremlægges inden medio 2008. Disse forbedringer får retligt bindende virkning efter ikrafttrædelsen af direktivændringerne.

Det er nødvendigt med en indsats på to niveauer. Direktivet i sig selv skal ændres for at klarlægge de grundlæggende målsætninger og vejledende principper for det forenklede prospekt og også for at gøre det muligt at vedtage retligt bindende gennemførelsesforanstaltninger af hensyn til en effektiv og ensartet udmøntning af disse principper. Forud for ikrafttrædelsen af det ændrede direktiv vil Kommissionen gennemgå sin henstilling om forbedring af oplysninger om risiko, omkostninger og udbytte. Dette arbejde vil foregå i tæt samarbejde med medlemsstaterne og blive nøje afprøvet på investorer, distributører og branchen som sådan.

## **2.2. Distributionssystemer, hvor investorinteresser sættes først**

Distributionssystemer, som matcher investorens efterspørgsel med fondens udbud, skal fungere effektivt. De skal på konkurrencevilkår levere produkter, der opfylder de enkelte investorers behov. På nuværende tidspunkt udgør fondsdistribution det største enkeltelement blandt omkostningerne i investeringsfondsbranchen – fra 46 % af de samlede omkostninger i Frankrig op til 75 % i Italien.

Bevægelsen væk fra lukkede distributionssystemer til en åben eller styret arkitektur, hvor formidlerne tilbyder en vifte af tredjepartsprodukter, tager fart. Denne ændring kan være til stor fordel for investoren, hvis tredjepartsfondene vælges på baggrund af objektive overvejelser såsom omkostninger eller forventet udbytte. Overvejelser om f.eks. omfanget af den provision, som fondens initiativtagere betaler distributørerne, bør ikke farve valget af fonde. Fondsforvalterne betaler i øjeblikket i gennemsnit 50 % af deres administrationsgebyr til en tredjepartsdistributør. Det skal undersøges, om sådanne provisionsbeløb udgør betaling for leverede tjenesteydelser som f.eks. før- og eftersalgsservice til kunder. Interessekonflikter og incitament skal håndteres korrekt eller oplyses, idet formidlerne omhyggeligt skal varetage deres diligenspligt over for detailkunden. Direktivet om markeder for finansielle instrumenter rummer redskaberne til løsning af disse problemer. Ifølge gennemførelsesforanstaltningerne hertil er der oplysningspligt for incitament, og de kan kun gives, hvis de er i kundens interesse.

Mere generelt skal direktivet om markeder for finansielle instrumenter understøtte kvaliteten af den bistand, som rådgivere, mæglere og andre formidlere yder kunder, der overvejer at investere i investeringsfonde. Det vil lægge et øget pres på investeringsfirmaer, som sælger fonde, med hensyn til at sikre, at produktet er egnet til den enkelte kunde, og at kunden er fuldt informeret om enhver risiko ved bestemte produkter.

Kommissionen vil omhyggeligt overvåge gennemførelsen af reglerne i direktivet om markedet for finansielle instrumenter vedrørende "god forretningsskik" og incitament i forbindelse med formidlingsalg af fonde. Kommissionen vil offentliggøre en vejledning for at konsolidere en effektiv gennemførelse af disse bestemmelser og dermed sikre, at investorerne kan regne med en objektiv og professionel fondsformidling.

### 3. LØSNINGER FOR IKKE-HARMONISEREDE DETAILFONDE I DET INDRE MARKED?

UCITS-rammerne dækker ikke længere hele spektret af investeringsfonde, som kan markedsføres over for investorerne i henhold til diverse uensartede nationale ordninger. Der findes kategorier af investeringsfonde, som ikke er forenelige med UCITS på grund af bestemte aspekter ved deres investeringspolitik eller fondens struktur. De er måske ikke desto mindre bredt tilgængelige for detailinvestorerne på nationalt plan og underlagt forskellige former for produkt- eller distributionsregler. Manglen på pas er en kilde til frustration for veletablerede detailproduktudbydere, f.eks. åbne fonde, der investerer i fast ejendom (150 mia. EUR i forvaltede aktiver i EU), som kan se en potentiel fordel ved at have en tværeuropæisk investorbase som kundeunderlag. Investorerne har i stigende grad adgang til ikke-harmoniserede fonde under forskellige betingelser eller med forskellige begrænsninger og via forskellige distributionsmetoder.

Kommissionen vurderer, at aktiver under forvaltning af den detailorienterede ikke-harmoniserede branche beløber sig til ca. 10 % af den samlede mængde forvaltet kapital. Dette segment af investeringsfundsbranchen har ingen formelle rammer til at støtte grænseoverskridende detailsalg. Spørgsmålet er, om der bør skabes sådanne rammer. Før der kan svares bekræftende, må der skabes større klarhed på følgende punkter:

- (1) Er de pågældende fondes risiko- og resultatprofil af en sådan karakter, at de er generelt egnede til salg til detailinvestoren uden ledsagende rådgivning?
- (2) Vil pasmekanismen give reelle og væsentlige fordele for de pågældende sektorer, investorer og markedet i det hele taget i betragtning af de ekstra lovgivningsrelaterede omkostninger og andre konsekvenser af at oprette en sådan pasmekanisme? Disse overvejelser skulle også gerne give den konklusion, at det er realistisk og praktisk at skabe rammer i det indre marked på grund af variationen i handelsstrategier, aktivkategorier og finansieringsteknik og de meget forskelligartede investeringskulturer i de enkelte medlemsstater.
- (3) Hvis der er brug for at skabe rammer i det indre marked, hvordan kan det så foregå mest effektivt?
  - (a) En mulig lovgivningsvej er at udvide de nuværende UCITS-rammers anvendelsesområde yderligere. Imidlertid bliver det måske nødvendigt at omforme UCITS-bestemmelserne om fondens strukturering og investeringspolitik kraftigt og gøre dem mere principbaserede, så de kan omfatte yderligere kategorier af ikke-harmoniserede fonde. Sådanne ændringer kan ikke foretages uden nøje vurdering af risikoen for udvanding af den grundlæggende investorbeskyttelse og den mulige virkning for UCITS-markedet i bredere forstand. Ville en udvidelse og omformning af UCITS-direktivet, som er nødvendig, for at det kan omfatte yderligere kategorier af ikke-harmoniserede fonde, give væsentlige nettofordele og samtidig sikre et højt investorbeskyttelsesniveau?
  - (b) Ville det være muligt at indføre produktspecifikke ordninger parallelt med UCITS-direktivet? Der er risiko for at skabe et lovgivningslandskab, der er fragmenteret produkt for produkt, og dermed også konkurrenceforvriddning og lovgivningsmæssig vilkårlighed. Der er også risiko for, at der skal ske

evindelige tilpasninger til de retlige rammer, efterhånden som nye investeringspolitikker ser dagens lys.

På grund af usikkerhed om de sandsynlige virkninger eller bedste arbejdsmetoder mener Kommissionen ikke, at tiden er inde til at fremlægge lovinitiativer til integrering af markederne for ikke-harmoniserede fonde på dette stadium. Som grundlag for at træffe en sund og empiribaseret beslutning på området i 2008 vil Kommissionen imidlertid foretage en systematisk analyse af disse emner, herunder lancere høringer blandt udøvere og eksperter på de relevante områder, og i denne forbindelse prioritere fonde, der investerer i fast ejendom, samt nedsætte en ekspertgruppe herfor.

Kommissionen vil vurdere de sandsynlige omkostninger, fordele og risici ved at tilvejebringe befordrende rammer i det indre marked for detailprodukter og undersøge, hvorvidt sådanne produkter overhovedet er egnet til markedsføring over for investorer på tværs af grænserne. Selv om omfattende forskning og input fra branchen, investorer og lovgivere giver en række overbevisende begrundelser for at udvikle løsninger for visse ikke-harmoniserede produkter i det indre marked, vil Kommissionen overveje de tilgængelige muligheder og arten af eventuelle ændringer i UCITS-rammerne, som måtte blive nødvendige. Kommissionen vil rapportere til Rådet og Parlamentet om konklusionerne på denne vurdering i 2008.

#### **4. MARKEDSFØRING OG SALG AF PRODUKTER TIL "KVALIFICEREDE INVESTORER"**

Der findes også ikke-UCITS, som generelt er blevet betragtet som mere egnede til institutionelle eller andre avancerede investorer, der er i stand til at træffe investeringsbeslutninger på egen hånd. Eksempler herpå er aktiefonde og mange hedgefonde. Der er tale om typiske investeringsprodukter med en forholdsvis stor sandsynlighed for meget negative investeringsresultater. Der kan også være tale om produkter, der rummer nye former for risiko (f.eks. problematisk værdiansættelse af aktivet).

Der findes ikke nogen fælleseuropæisk tilgang til at skelne produkter, der egner sig til detailsegmentet, fra produkter, som fortsat bør være forbeholdt de avancerede investorer. National erfaring har vist, at der ikke er et fuldt tilfredsstillende grundlag at fastlægge en klippefast sondring på. Synet på, hvad der er et sikkert produkt til detailinvestering, ændrer sig med tiden, efterhånden som nye aktivkategorier modnes, og risikomomenter bliver kendte.

Direktivet om markeder for finansielle instrumenter erstatter de unuancerede begrænsninger på salget af visse instrumenter til bestemte investorkategorier med et system, hvor ansvaret for at sikre, at en given investering passer til den enkelte kunde, påhviler investeringsfirmaet. For mange medlemsstater vil dette være en ny tilgang til investorbeskyttelse. Håndhævelsesmyndighederne skal investere massivt for at sikre, at investeringsfirmaerne forstår, hvad der forventes af dem. Gennemførelsen af denne metode vil blive nøje overvåget for at sikre, at investeringsfirmaer i hele Europa strengt gennemfører disse kontroller. Kommissionens tjenestegrene, der arbejder tæt sammen med de nationale myndigheder, vil undersøge de typer markedsførings- og salgsbegrænsninger, der bør fjernes i forbindelse med skiftet til reglerne om "god forretningsskik" på investeringsfirmaplan. I denne proces skal der rettes særlig opmærksomhed mod markedsføring og salg af ikke-harmoniserede fonde, som medfører forholdsvis høj sandsynlighed for meget negative investeringsresultater.

Samtidig med denne proces vil Kommissionen etablere en fortegnelse over nationale regler og begrænsninger, der hæmmer det "private udbud" af fonde og andre finansielle instrumenter til institutionelle investorer og andre godkendte modparter. Der er ikke noget, der tvinger de nationale lovgivere til af hensyn til investorbekyttelse at gribe ind i finansielle transaktioner mellem professionelle investorer, som forstår risiciene ved en investering. Kommissionen vil arbejde på at frigive grænseoverskridende transaktioner mellem udpegede modparter, så længe de forbliver inden for grænserne af en fælles ordning for **privat investering**. Direktivet om markeder for finansielle instrumenter og prospektdirektivet rummer nogle af de primære byggestene til en sådan ordning, idet de indeholder bestemmelser om, at reglerne om god forretningsskik og salgsbegrænsninger på visse transaktioner ikke finder anvendelse. Det bliver nødvendigt at fuldende billedet ved at afhjælpe de sidste hindringer, der stammer fra nationale regler om produktgodkendelse. Kommissionen finder, at sådanne ordninger kan yde et vigtigt bidrag til udvidelsen af de europæiske markeder for institutionelle produkter som f.eks. aktieinvesteringer. På baggrund af en systematisk analyse af disse regler med bidrag fra CESR og den nyoprettede ekspertgruppe vedrørende de europæiske værdipapirmarkeder vil Kommissionen rapportere til Rådet og Parlamentet om de mest effektive måder at etablere en fælles tilgang til privat investering på i efteråret 2007.

Kommissionens tjenestegrene, der arbejder sammen med CESR og de nationale myndigheder, vil undersøge de typer markedsførings- og salgsbegrænsninger, som bør fjernes til fordel for brugen af investeringsfirmaer, der har ansvaret for at sælge det rette produkt til den enkelte kunde.

Som led i denne proces vil Kommissionen og CESR foretage en systematisk opgørelse over og analyse af nationale forhindringer for privat investering i finansielle instrumenter med institutionelle investorer og andre godkendte modparter. Kommissionen vil rapportere til Rådet og Parlamentet om de foranstaltninger, der skal træffes for at give en fælles ordning for privat investering fuld effekt i efteråret 2007.

## 5. KONKLUSIONER

Investeringsfondene er en veletableret og vigtig søjle i det europæiske finanssystem. Deres betydning vil vokse, efterhånden som de europæiske investorer anvender dem som et middel til at sikre gode kår i alderdommen. Et sundt og effektivt lovgivningsmiljø er en forudsætning for fortsat succes i udviklingen af de europæiske markeder for investeringsfonde.

I denne hvidbog har Kommissionen identificeret en pakke af foranstaltninger, der er beregnet til at forenkle arbejdsklimaet for investeringsfondene, navnlig ved at revidere besværlige anmeldelsesprocedurer og slanke det forenklede prospekt. Disse skridt vil skabe nye muligheder for grænseoverskridende operatører uden at pålægge andre af branchens aktører betydelige ekstraomkostninger. I hvidbogen påpeges desuden behovet for at give investorer bedre redskaber til at træffe kvalificerede beslutninger og sikre, at de modtager objektiv og upartisk bistand fra fondsdistributørerne. Denne pakke af initiativer udgør en nøje forberedt dagsorden af umiddelbar relevans for den europæiske fondsbranche og dens investorer.

Denne sektors voksende betydning gør, at der bliver brug for fortsat opmærksomhed for at modernisere og udvikle EU's retlige rammer. De planlagte ændringer af UCITS-direktivet er måske ikke den afsluttende indsats. Nylige innovationer inden for investeringsteknikker og -produkter betyder, at EU og de nationale myndigheder fortsat står over for vanskelige

spørgsmål om omfang og udformning af EU's retlige rammer for investeringsfonde. Frem for at drage forhastede slutninger foreslår Kommissionen i hvidbogen at undersøge disse emner nøjere for at gøre det muligt at føre en mere velunderbygget debat om politikken, efterhånden som disse nye produkt- og aktivkategorier modnes.

– **Bilag 1: Fortegnelse over initiativer ifølge hvidbogen**

**A. Forslag til ændring af direktiv 85/611**

Kommissionen vil foreslå målrettede tilpasninger og tilføjelser for 1) at forenkle eksisterende pasmekanismer og udvide de friheder, som er til rådighed for UCITS-fonde og deres forvaltere, 2) at understøtte et effektivt og relevant forenklet prospekt og 3) at styrke tilsynssamarbejdet. Der vil blive fremlagt forslag til lovgivningsmæssige ændringer i en samlet pakke i august 2007. Ændrede eller nye bestemmelser i direktivet vil give mulighed for at vedtage detaljeret gennemførelseslovgivning, så det bliver defineret, hvordan rettigheder og pligter skal udøves. Dette vil gøre det muligt at opnå større sikkerhed og ensartethed i gennemførelsen af rettigheder og pligter, der stammer fra direktivet, og mere fleksibel tilpasning til ændrede markedsvilkår og investorbegreb. Forventet tidsramme: Kommissionen vil offentliggøre sit forslag i efteråret 2007.

**B. Ikke-lovgivningsforankrede initiativer til støtte for forbedringer af UCITS-rammerne**

- Kommunikation, der repeterer relevant retspraksis fra EF-Domstolen, for at klarlægge, at den nationale skattebehandling af kapitalgevinster fra fusioner mellem lokale fonde bør udstrækkes til også at omfatte fusioner med fonde fra en anden medlemsstat. Forventet tidsramme: begyndelsen af 2008
- Revision af Kommissionens henstilling om det forenklede prospekt på grundlag af vejledning fra CESR, høringer og forbrugerafprøvning. Dette arbejde vil foregå parallelt med ændringen af de relevante bestemmelser i direktivet. Forventet tidsramme for lanceringen af arbejdet: tidligt i 2007. Måldato for færdiggørelse: medio 2008.
- Vejledning fra Kommissionens tjenestegrene om anvendelse af de relevante bestemmelser i direktivet om markeder for finansielle instrumenter på kollektive investeringer/UCITS. Forventet tidsramme: sommer 2007.
- Meddelelse/henstilling om depositarers delegering af depotinstitutionsfunktioner og udnævnelse af EU-bankfilialer til depositarer. Forventet tidsramme: tidligt i 2008.

**C. Ikke-harmoniserede investeringsfonde**

- Revision af nationale regler for placering af finansielle instrumenter, herunder visse fonde, hos kvalificerede investorer og den første vurdering af mulighederne for opbygning af en fælleseuropæisk ordning for privat investering. Forventet tidsramme: efteråret 2007.
- Ny forskning i investeringspolitikker for harmoniserede og ikke-harmoniserede fonde samt relaterede risici og resultater. Offentliggørelse af resultaterne: ultimo 2007.
- Nedsættelse af en ekspertgruppe om åbne fonde, der investerer i fast ejendom. Offentliggørelse af rapporten: efteråret 2007.
- Rapport fra Kommissionen til Rådet og Parlamentet med en vurdering af behov og muligheder for udvikling af det indre markeds rammer for visse detailorienterede ikke-harmoniserede fonde. Offentliggørelse: medio 2008.