



KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER

Bruxelles, den 12.7.2005
KOM(2005) 314 endelig

GRØNBOG

OM EN FORBEDRING AF EU-RAMMERNE FOR INVESTERINGSFONDE

(SEK(2005) 947)

(forelagt af Kommissionen)

DA

DA

GRØNBOG

OM EN FORBEDRING AF EU-RAMMERNE FOR INVESTERINGSFONDE

Indledning

Investeringsfundsbranchen er vokset kraftigt i det seneste årti og er i dag blevet en vigtig aktør på de europæiske kapitalmarkeder. Investeringsfonde tiltrækker privat opsparing og leder den hen i produktive investeringer. Den europæiske fondsbranche forvalter i øjeblikket aktiver for over 5 billioner EUR. I denne grøn bog vurderes virkningerne af den EU-lovgivning, der blev indført for at støtte udviklingen af de mest udbredte former for investeringsfonde på det europæiske marked – UCITS. De udgør over 70 % af de aktiver, fondsbranchen forvalter.

Hvad er UCITS?

UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) er en særlig form for kollektive investeringsporteføljer, som udelukkende anvendes til placering af investorerers aktiver. I henhold til UCITS-direktivet¹ skal investeringspolitikken og administratoren godkendes efter specifikke regler. UCITS-lovgivningen sigter mod at give investorer en vis grad af beskyttelse. Det opnår man gennem strenge investeringsgrænser, kapitalkrav og oplysningspligt og ved at lade en uafhængig depositar tage sig af opbevaring af og tilsyn med aktiverne. UCITS benytter et 'pas', som gør det muligt efter anmeldelse at tilbyde dem til detailinvestorer overalt i EU, når de er godkendt i én medlemsstat.

De fleste berørte parter finder, at UCITS-lovgivningen kunne fungere bedre. Den giver ikke fondsbranchen de bedste muligheder for at udvikle sig til en velfungerende sektor på tværs af grænserne i Europa. Den er heller ikke tilstrækkeligt fleksibel til at tage de udfordringer op, der rejser sig på finansmarkederne i kraft af den hurtige udvikling. På den anden side er der ikke i øjeblikket noget presserende behov for en gennemgribende revision af lovgivningen. I stedet skulle man koncentrere sig om at udtømme de muligheder, de nugældende lovgivningsmæssige ramme giver. I denne grøn bog peger man derfor på, hvordan man på kort til mellemlang sigt kan udvikle fondsbranchen ved at bygge videre på den nugældende lovgivning og samtidig garantere den nødvendige høje grad af investorbeskyttelse. I den vedlagte tabel præsenteres de initiativer, man i øjeblikket har planlagt. Fokus på disse aktiviteter i de kommende to år bør dog ikke udelukke, at man overvejer mere vidtgående indgreb, som kan være påkrævede for at sikre en effektiv europæisk fondssektor og en høj grad af beskyttelse for investorerne.

Socioøkonomiske udfordringer betyder, at tiden er inde til at foretage denne revision. EU-reglerne bør give fondsbranchen mulighed for at udvikle sundt strukturerede, velordnede kollektive investeringer, som giver de højest mulige afkast i overensstemmelse med de enkelte investorers økonomiske kapacitet og risikovillighed, samtidig med at investorerne får

¹ Direktiv 85/611/EØF af 20. december 1985 (EFT L 375 af 31.12.1985, s. 3), blandt andet ændret ved direktiv 2001/107/EF ("administrationsselskabsdirektivet") af 21. januar 2002 (EFT L 41 af 13.2.2002, s. 20) og 2001/108/EF ("produktdirektivet") af 21. januar 2002 (EFT L 41 af 13.2.2002, s. 35), begge henvises der til i teksten som UCITS III.

tilstrækkelige oplysninger til at kunne vurdere risici og omkostninger. Integreerede, effektive europæiske markeder for investeringsfonde er af strategisk betydning. De kan yde et væsentligt bidrag til at skabe rimelige muligheder for at gå på pension. De leder opsparingen over i produktive investeringer, og de kan være med til at fostre god corporate governance.

Den analyse, der er fremlagt i dette dokument, er baseret på den rapport fra ekspertgruppen i kapitalforvaltning, der blev offentliggjort i maj 2004, og efterfølgende drøftelser med medlemsstaterne, medlemmerne af Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg (CESR) og markedsaktørerne. Disse drøftelser og en detaljeret analyse, som Kommissionens tjenestegrene har foretaget af, hvordan UCITS-lovgivningen virker², har fremhævet en række spørgsmål, som efter Kommissionens opfattelse kræver en bred offentlig debat. Denne grøn bog er Kommissionens første bidrag til denne debat.

1. GENEREL VURDERING

UCITS-direktivet har vist sig at være et vigtigt første skridt i retning af integrerede, konkurrenceprægede europæiske markeder for investeringsfonde. 28 830 UCITS-fonde forvalter 4 billioner EUR. UCITS anerkendes på hele markedet ikke bare i EU, men også udenfor.

Brugen af UCITS-produktpasset er mere end fordoblet i de sidste fem år. 16 % af alle UCITS er egentlige grænseoverskridende fonde, og de erobrer stadig større andele af investeringerne. Grænseoverskridende UCITS er dog først lige begyndt at markere sig som betydelige aktører på markederne i værtslandene.

Ser man på den samlede markedseffektivitet, er sektorens potentiale endnu ikke udnyttet fuldt ud. Landskabet er stadig domineret af fonde, som ikke har opnået optimal størrelse. De europæiske fonde er i gennemsnit fem gange mindre end de amerikanske. Resultatet er, at fondsbranchen ikke kan udnytte stordriftsfordelene fuldt ud, hvilket mindsker nettoafkastet til slutinvestorerne.

Med hensyn til beskyttelse af investorerne har der ikke været større finansskandaler med UCITS. De har fungeret som et solidt grundlag for en velreguleret fondsbranche. De seneste trends i branchen er imidlertid i færd med at ændre risikoprofilen. Outsourcing af operationelle funktioner eller overgang til en mere åben arkitektur kan føre til øgede operationelle risici eller interessekonflikter. Nye typer fonde baseret på mere sofistikerede investeringsstrategier kan omfatte forhold, som detailinvestorerne har svært ved at forstå. De mulige implikationer af alternative investeringsstrategier for investorbeskyttelsen og den finansielle stabilitet er der stadig ikke nogen god forståelse af. Endvidere konkurrerer erstatningsprodukter som produkter eller certifikater tilknyttet investeringsfonde (unit-linked products) med UCITS om den langfristede opsparing. De er dog ikke nødvendigvis underlagt samme grad af oplysningspligt og gennemsigtighed.

I grønbogen undersøges det, i hvilken grad UCITS-reglerne opfylder deres målsætninger midt i denne udvikling.

2 Offentliggjort som Kommissionens arbejdsdokument.

2. BEDST MULIG UDNYTTELSE AF DEN NUGÆLDENDE LOVGIVNING

2.1. Prioriterede initiativer

I januar 2002 blev det oprindelige UCITS-direktiv ændret på en række afgørende områder. Produktdirektivet udvidede udvalget af aktiver, som UCITS kan investere i. Administrationssselskabsdirektivet skærpede kapitalkravene og de organisatoriske krav til administrationselskaber. Det gav dem lov til at bruge passet i forbindelse med visse tjenester og indførte et nyt dokument om oplysningspligt, det forenklede prospekt. Efter de ændrede bestemmelser ikrafttræden i februar 2004 er der opstået uenighed blandt medlemsstaterne om, hvordan nogle af dem skal fortolkes og gennemføres. Fondene har stadig problemer med at anvende produktpasset.

I de senere måneder har man især prioriteret en konsolidering af UCITS-passet og at give bedre vejledning i beskyttelsesforanstaltninger for investorer. I denne forbindelse yder CESR's ekspertgruppe i investeringsforvaltning et afgørende bidrag. De nationale tilsynsmyndigheders samarbejde og engagement gennem CESR³ er afgørende for at finde pragmatiske løsninger på gennemførelsesproblemerne.

Arbejdet vil fortsætte. Man vil især lægge vægt på:

1. At fjerne usikkerheden i forbindelse med anerkendelse af fonde, der er startet under overgangen fra UCITS I til UCITS III. CESR's retningslinjer har medvirket til at fjerne usikkerheden om behandlingen af 'grandfathered funds'. Det er overordentligt vigtigt, at disse retningslinjer følges nøje på en måde, der sikrer, at passet fungerer gnidningsløst.
2. At forenkle anmeldelsesproceduren for fonde, der udnytter EU-passet. Anmeldelsesprocedurens indhold, kompleksitet og varighed varierer meget fra den ene medlemsstat til den anden. Der er behov for at strømline procedurene og overveje praktiske mekanismer, der kan løse spørgsmål inden for det nuværende ansvarsområde. Det kan også omfatte en forbedring af samarbejdet mellem myndighederne for at undgå, at hjemlandets godkendelse bliver anfægtet. CESR er allerede begyndt at arbejde for at styrke ensretningen blandt de regulerende myndigheder på dette område.
3. At forbedre gennemførelsen af Kommissionens henstillinger om brug af derivater og det forenklede prospekt, som tager sigte på en væsentlig forbedring af standarderne for risikostyring og mere gennemsigtige gebyrer. En foreløbig analyse på grundlag af CESR's gennemgang tyder på, at medlemsstaternes myndigheder med nogle få undtagelser har søgt at efterleve disse retningslinjer. Da der er tale om vigtige spørgsmål, vil Kommissionen arbejde for yderligere fremskridt på afgørende områder, som f.eks. oplysningspligt vedrørende gebyrer og omkostninger.
4. At afklare definitionen af "aktiver", som UCITS kan købe. En af hjørnesteenene i UCITS-lovgivningen er, at fonden hovedsagelig skal investere i likvide finansielle instrumenter. UCITS III gav mulighed for forskellige opfattelser af, om visse kategorier af finansielle instrumenter kunne købes af UCITS. Kommissionen vil

3

Som følge af Kommissionens afgørelse 2001/527/EF af 6. juni 2001 (EFT L 191 af 13.7.2001, s. 43).

afslutte en retligt bindende afklaring af spørgsmålet om tilladte aktiver i begyndelsen af 2006, jf. direktivets artikel 53a.

Spørgsmål 1: Vil ovennævnte initiativer skabe tilstrækkelig retssikkerhed for gennemførelsen af direktivet?

Spørgsmål 2: Er der andre problemer i forbindelse med den daglige gennemførelse af direktivet, som man skal lægge vægt på at løse?

2.2. Bedre udnyttelse af de nuværende rammer

Kan de nuværende EU-regler udvikles yderligere til at tage nogle af de store strukturelle udfordringer op, som den europæiske fondsbranche står overfor – navnlig at forbedre konkurrenceevnen og tilpasse sig den vekslende efterspørgsel fra investorerne? Der er peget på to områder, hvor der kunne gøres en yderligere indsats på grundlag af de nugældende lovregler.

2.2.1. Administrationsselskabets pas

Fondsforvalteres mulighed for at oprette og forvalte UCITS fra andre medlemsstater opfattes i nogle dele af branchen som en vej til større effektivitet og specialisering inden for porteføljeforvaltning og fondsadministration. Denne mulighed blev fremhævet i administrationsselskabsdirektivet for UCITS i selskabsform. Imidlertid er disse muligheder ikke blevet udnyttet på grund af mulige dobbelttydigheder og et ufuldstændigt direktiv. Der har især været givet udtryk for, at en opsplitting af tilsynet med fonden og fondsforvalteren mellem to jurisdiktioner kunne gøre risikokontrollen og investorbeskyttelsen mindre effektiv. Inden Kommissionen tager yderligere skridt på dette område, vil den gerne indsamle flere oplysninger om, i hvilken udstrækning passet for administrationsselskaber kan åbne tilstrækkeligt med yderligere kommercielle muligheder, og pege på tilsynsbetæneligheder i denne forbindelse. På grundlag af reaktionerne på grønbogen vil Kommissionen påpege, hvorvidt og hvordan passet for administrationsselskaber kan udvikles, når den udsender sin opfølgingsrapport i begyndelsen af 2006.

Spørgsmål 3: Ville et effektivt pas for administrationsselskaber indebære tilstrækkelige økonomiske fordele i forhold til delegeringsarrangementer? Angiv kilder, og hvor stor fordel forventes at blive.

Spørgsmål 4: Ville en opsplitting af ansvaret for tilsyn med administrationsselskaber og fonde på tværs af grænserne skabe yderligere driftsrisici eller tilsynsproblemer? Beskriv årsagerne til problemerne, og hvordan sådanne risici kan modvirkes effektivt.

2.2.2. Distribution, salg og markedsføring af fonde

Et andet område, der ville have fordel af en afklaring, er den måde, hvorpå UCITS tilbydes, sælges til eller markedsføres for individuelle investorer. Over for mere komplekse produkter har investorerne behov for bedre og mere brugervenlige oplysninger om resultater og omkostninger. Der er et stigende behov for rådgivning om de bedst egnede produkter og produkter med de bedste resultater. Der er også tale om ændring på udbudssiden. Bankerne åbner gradvis deres netværk for tredjemands fonde. Det giver dem mulighed for at koncentrere sig om deres kernekompetencer og tiltrække kunder, der ønsker ”det bedste produkt på markedet”. Endelig er distributionsenden af værdikæden et stort omkostningscenter i den europæiske fondsbranche (især på tværs af grænserne). Konkurrence og gennemsigtighed i forbindelse med fondsdistribution kunne gavne slutinvestorens interesser. For eksempel burde betingelserne for, at et produkt med rette kan betegnes som en ”garanteret fond” afklares for at undgå risici for fejkøb.

Det netop vedtagne direktiv om markeder for finansielle instrumenter⁴ kunne være en nyttig “værktøjskasse”, især når man skal afklare alle forpligtelserne til kundepleje, risikoadvarsler eller andre forpligtelser, som et investeringsselskab har over for en kunde, der overvejer at investere i UCITS. Direktivet kunne også bruges som udgangspunkt for at forbedre gennemsigtigheden i distributionsprocessen i kraft af sine regler om forvaltning og oplysning af interessekonflikter og om “best execution”.

I første omgang vil Kommissionens tjenestegrene overveje skillelinjen mellem markedsføring (UCITS) og salgs/rådgivningstjenester til fondsinvestorer. Derefter vil man i en analyse af manglerne undersøge, om niveau 2-lovgivning om gennemførelse af principperne for god forretningsskik og andre relevante bestemmelser i direktivet om markeder for finansielle instrumenter udgør et tilstrækkeligt og virkningsfuldt grundlag for formidlingsaktiviteter i forbindelse med investeringsfonde. Det må dog vente, indtil disse niveau 2-regler foreligger endeligt.

Spørgsmål 5 : Vil større gennemsigtighed, sammenlignelighed og opmærksomhed på investorerne behov inden for fondsdistribution betyde en væsentlig ændring af de europæiske markeder for investeringsfonde og en forbedring af investorbeskyttelsen? Skal dette spørgsmål prioriteres?

Spørgsmål 6 : Vil afklaring af reglerne for ‘god forretningsskik’ for virksomheder, som sælger fonde til investorer, bidrage væsentligt til at nå dette mål? Burde man overveje andre skridt (udvidet oplysningspligt)?

Spørgsmål 7 : Er der særlige fondsspecifikke spørgsmål, som ikke er omfattet af det igangværende arbejde med en detaljeret gennemførelse af reglerne for god forretningsskik i direktivet om markeder for finansielle instrumenter?

3. UD OVER DE NUGÆLDENDE LOVGIVNINGSRAMMER – UDFORDRINGER PÅ LÆNGERE SIGT

Den europæiske fondsbranche undergår tilbundsgående strukturelle ændringer, som får langvarige følger – fortsat innovation inden for investeringsstrategier og –produkter, nye former for forretningsmodeller, nye specialiserede serviceudbydere, distributionssystemer i stadig udvikling og mere kræsne investorer. Europa må sikre, at rammerne for UCITS skaber mulighed for at udvikle fondssektoren på længere sigt og samtidig sikrer investorerne en høj grad af beskyttelse. Reglerne bør give branchen mulighed for at tilbyde attraktive og velforvaltede produkter, som kan klare sig i konkurrencen om investorerne. I det efterfølgende afsnit drøftes det, hvordan de europæiske lovgivningsrammer kan yde et større bidrag til at nå denne målsætning ved at skabe europæiske rammer for udnyttelse af omkostningsbesparelser og synergi på tværs af grænserne, ved at bevare investorerne tillid, ved at undgå unødigt fordrejning af konkurrencen mellem substituerbare investeringsprodukter og ved at tilskynde til en sund udvikling af alternative investeringer inden for EU. Der kan dog ikke gøres yderligere fremskridt i retning af disse målsætninger inden for de nugældende rammer. Det vil i nogle tilfælde kræve potentielt langtrækkende justeringer af eller tilføjelser til den nugældende UCITS-lovgivning. Gennemgangen af UCITS er derfor en lejlighed til at begynde at overveje, hvorvidt og hvordan nogle af disse bredere spørgsmål skal behandles inden for EU’s lovgivningsrammer på længere sigt.

4

Direktiv 2004/39/EF of 21. april 2004 (EUT L 145 af 30.4.2004, s 1) om markeder for finansielle instrumenter.

3.1. En mere omkostningseffektiv branche

Eftersom der findes for mange små fonde, kan den europæiske branche ikke udnytte stordriftsfordele fuldt ud.

1. Ekspertgruppen i kapitalforvaltning og andre har peget på større konsolidering gennem grænseoverskridende fondsfusioner som et middel til at mindske omkostningerne og forbedre resultaterne, men fondsforvalterne har været sene til at rationalisere deres produkter selv på nationalt plan. UCITS-direktivet forhindrer ikke grænseoverskridende fondsfusioner, men tackler heller ikke mange af de praktiske forhindringer, som nok skal nedbrydes for at muliggøre sådanne fusioner. Isolerede fusioner af fonde på tværs af grænserne finder faktisk sted, men som følge af de vanskeligheder, der opstår på grund af forskelle i selskabsret og skatteforhold, er de sjældne.
2. Sammenlægning af fonde (fund pooling) kan være en alternativ metode til at konsolidere branchen. Dermed vil en række juridisk adskilte fonde kunne forvaltes og/eller administreres under et enten ved at anbringe deres aktiver i en masterfond (jf. "master-feeder"-strukturer) eller ved at bruge informationsteknologi til at forvalte dem, som om der var tale om en enkelt. Imidlertid støder grænseoverskridende sammenlægninger også på juridiske, tilsyns- og skattemæssige forhindringer og indebærer desuden betydelige teknologiske udfordringer.
3. Fondsforvaltning og opbevaringstjenester kunne også rationaliseres yderligere. UCITS-direktivet kræver, at administrationsselskabet og depositaren skal have hjemsted i samme medlemsstat. Tidligere fandt man, at nærhed og integreret tilsyn var afgørende for at sikre effektiv fondsadministration, -forvaltning og -opbevaring. I den senere tid har en række aktører gjort sig til talsmænd for større frihed ved valg af depositar. Som Kommissionen tidligere har bemærket⁵, vil det kræve yderligere harmonisering af disse aktørers status, arbejdsopgave og ansvarsområder. De forholdsmæssige omkostninger og fordele ved at ændre de lovgivningsmæssige rammer kræver nærmere analyse – især i forhold til, hvad man kan opnå gennem ordninger med delegering og/eller underdepositorer. Kommissionen foreslår, at man undersøger implikationerne af at opsplitte ansvaret for tilsynet med fonden og opbevarings- og forvaltningsfunktionerne på flere medlemsstater for et effektivt tilsyn og en effektiv investorbekyttelse.
4. Den europæiske infrastruktur for behandling af tegnings/tilbagekøbsordrer (fondsandele) er fragmenteret. Det fører til høje driftsomkostninger og –risici i værdikæden. Kommissionen støtter helhjertet branchens fortsatte bestræbelser på at forbedre tilrettelæggelsen af fondsadministrationen, især med hensyn til grænseoverskridende ordninger. Kommissionens første indskydelse er, at branchen fortsat skal tage teten på dette felt. EU's politiske instanser skal først involveres, hvis der opstår egentlige koordinationsproblemer eller uoverstigelige lovgivningsmæssige eller politiske hindringer.

5

Meddelelse KOM(2004) 207 af 30. marts 2004 fra Kommissionen til Rådet og Europa-Parlamentet.

Spørgsmål 8: Findes der en kommerciel eller økonomisk logik (nettofordele) ved grænseoverskridende fondsfusioner? Kunne disse fordele stort set også opnås gennem rationalisering inden for landets grænser?

Spørgsmål 9: Kunne de ønskede fordele opnås gennem sammenlægning af fonde (pooling)?

Spørgsmål 10: Er konkurrence om fondsforvaltning og/eller distribution tilstrækkeligt til at sikre, at investorerne vil drage fordel af større efficiens?

Spørgsmål 11: Hvilke fordele og ulemper (tilsynsmæssige eller kommercielle risici) er der ved at give mulighed for at vælge en depositar i en anden medlemsstat? I hvilken udstrækning fjerner delegering eller andre ordninger behovet for lovgivning om disse spørgsmål?

Spørgsmål 12: Forventer De, at den igangværende branchedrevne standardisering vil bære frugt inden for en rimelig tidshorisont? Er der noget behov for at inddrage den offentlige sektor?

Når der er foretaget en behandling af reaktionerne på denne grøn bog, vil Kommissionen nedsætte en ekspertgruppe for at udforske de væsentligste årsager til ineffektivitet i EU's fondssektor som skitseret ovenfor. Dette arbejde vil også omfatte en vurdering af gennemførligheden og virkningen af eventuelle gennemførelsesforanstaltninger.

3.2. Opretholdelse af en høj grad af investorbeskyttelse

UCITS-direktivet peger på flere former for beskyttelse af investorer. De hidtidige resultater med hensyn til investorbeskyttelse har været tilfredsstillende. Der dukker dog nye risici op, og markedets forventninger ændres. Der kan være behov for at overveje en mere omfattende risikobaseret tilgang til investorbeskyttelse.

De reviderede beskyttelsesforanstaltninger for investorer i UCITS III skal have tid til at vise deres værd. CESR vil desuden arbejde på at skabe konvergens i de europæiske regulerende myndigheders syn på, hvordan interessekonflikter forebygges, og hvordan UCITS-forvaltere skal sikre beskyttelse af investorer, jf. artikel 5f og 5h i direktiv 2001/107/EF. Kommissionen finder dog, at UCITS med deres formelle investeringslofter på længere sigt kan få svært ved at holde trit med den finansielle innovation og mere komplekse distributionssystemer. Det kunne betyde, at man skulle foretage en mere systematisk vurdering af de største risici, der opstår i hvert led i fondsbranchens værdikæde. Da branchen udtrykkelig har sat sig det mål at blive detailinvestorens foretrukne investeringsredskab, vil Kommissionen uopholdeligt arbejde for at styrke beskyttelsesforanstaltningerne for investorer. Det igangværende arbejde i IOSCO's stående udvalg for investeringsforvaltning kan blive udgangspunkt for yderligere overvejelser af disse spørgsmål i en europæisk sammenhæng.

Spørgsmål 13: Er stærk afhængighed af formelle investeringslofter udtryk for en bæredygtig tilgang til at tilbyde en høj grad af investorbeskyttelse?

Spørgsmål 14: Mener De, at sikkerhedsforanstaltningerne – for administrationselskabet og depositaren – er tilstrækkelige til at takle de nye risici inden for forvaltning og administration af UCITS? Hvilke andre foranstaltninger ville De finde passende for at opretholde en høj grad af investorbeskyttelse?

3.3. Konkurrence fra substituerbare produkter

I takt med udviklingen i debatten om de europæiske lovgivningsrammer for UCITS bliver det vigtigt at overveje de bredere aspekter af kapitalforvaltning. UCITS konkurrerer med mange andre produkter om de europæiske investorers private opsparing. Produkter som livsforsikring tilknyttet investeringsfonde (unit-linked) eller visse former for strukturerede produkter afspejler nogle af kendetegnene ved UCITS. De er imidlertid underlagt en anden lovgivnings- eller skattemæssig behandling og sælges gennem andre kanaler. I nogle medlemsstater er sådanne konkurrerende produkter meget udbredt. Kommissionen er bekymret for, at denne lovgivningsmæssige forskelsbehandling kan fordreje investeringsbeslutninger. Den mener, at det ville være et tilbageskridt for investorerne, hvis oplysningspligten for UCITS blev begrænset som følge af lovgivningsmæssig konkurrence.

Spørgsmål 15: Skal de politiske instanser i EU og/eller medlemsstaterne være særligt opmærksomme på bestemte forhold, der fordrejer en investors valg?

3.4. Europas alternative investeringsmarked

Den alternative investeringsbranche – bestående af hedge funds og aktiefonde (private equity funds) – er ikke noget forbigående fænomen. Den giver kapitalforvaltere nye muligheder for diversificering, lover investorerne større afkast og kan øge markedets samlede likviditet. Imidlertid er alternative investeringsstrategier mere komplekse og kan indebære større risici for investorer end traditionelle UCITS.

Alternative investeringer

- Aktiefonde kræver et langfristet engagement i investeringerne og aktiv deltagelse i forvaltningen. Aktiefonde står dog over for yderligere skattemæssige komplikationer, og de fleste fondsstrukturer anerkendes ikke gensidigt i de forskellige medlemsstater.
- Hedge funds bruger en bred vifte af teknikker og instrumenter (f.eks. at tage korte positioner (short-selling) eller gearing), som ofte ikke er mulige under mere traditionelle former for investeringsforeningsordninger. Hedge funds kan være en kilde til modpartsrisiko for de finansieringsinstitutter, der låner dem penge. Selv om de ikke normalt betragtes som en væsentlig kilde til systemrisiko, fordi de er forholdsvis små, og der kun er tale om beskeden brug af gearing med sikkerhedsstillelse, kan deres hurtige vækst og den angivelige mangel på gennemsigtighed skabe stigende bekymring for deres virkning for markederne. De regulerende myndigheder koncentrerer sig i øjeblikket om at styrke deres evne til at vurdere det finansielle systems samlede eksponering for hedge funds.

Forskellige nationale ordninger indebærer en risiko for fragmentering af regelsættene, hvilket kunne hæmme udviklingen af disse aktiviteter. I takt med udviklingen af branchen, og især hvis de europæiske detailinvestorer bliver mere eksponerede for alternative investeringer, vil der blive et stigende behov for en sammenhængende og gennemtænkt europæisk tilgang til denne sektor.

Kommissionen vil tage hensyn til indlæggene i denne høring og nedsætte en arbejdsgruppe, der skal undersøge, om en fælles tilgang til regulering kan fremme den fortsatte udvikling af europæiske markeder for hedge funds og aktiefonde. Den kunne også overveje, hvilke indgreb der ville være mest virkningsfulde for at nedbryde hindringerne for deres udvikling på tværs

af grænserne. Dette arbejde kunne blandt andet omfatte en vurdering af, i hvilken udstrækning en fælles definition af en 'privat investering' kunne gøre det lettere at nå ud til kvalificerede investorer i andre lande.

Spørgsmål 16: I hvilken udstrækning skaber en fragmentering af reglerne vanskeligheder med at få adgang til markedet, som kunne begrunde en fælles EU-tilgang til a) aktiefonde (private equity funds), b) hedge funds og funds of hedge funds?

Spørgsmål 17: Er der særlige risici (med hensyn til investorbekyttelse eller markedsstabilitet) forbundet med aktiviteter i aktiefonde (private equity funds) eller hedge funds, som kræver særlig opmærksomhed?

Spørgsmål 18: I hvilken udstrækning kunne en fælles ordning for private investeringer medvirke til at overstige hindringerne for grænseoverskridende udbud af alternative investeringer til kvalificerede investorer? Kan denne afklaring af marketing- og salgsprocedurer gennemføres uafhængigt af ledsageforanstaltninger for fondsforvaltere m.m.?

3.5. Modernisering af UCITS-lovgivningen?

Erfaringen har vist, at det er vanskeligt at afpasse UCITS-bestemmelserne efter ændrede markedsforhold og sikre, at de gennemføres ensartet. UCITS-direktivet viser, hvor farligt det kan være at forsøge at regulere meget tekniske spørgsmål gennem primær EU-lovgivning. Nogle kommentatorer, blandt andre CESR, har opfordret til en revision af direktivet i overensstemmelse med den seneste EU-lovgivning om værdipapirer – nemlig funktionel og principbaseret primær lovgivning med mulighed for detaljeret gennemført lovgivning og styrket tilsynssamarbejde (Lamfalussy-metoden). Imidlertid bliver det ikke blot en kosmetisk revision af UCITS-lovgivningen. Der bliver tale om at vælge, hvilke overordnede principper der skal udarbejdes til at indgå i den primære lovgivning, og at fastsætte omfanget og indholdet af de beslutninger, der skal træffes gennem komitologibaseret lovgivning. Der bliver derfor tale om omfattende indholdsmæssige og institutionelle forgreninger. Det vil kræve omhyggelige forberedelser og en fuldstændig procedure med fælles beslutningstagning. Hvis der senere bliver enighed om, at der er behov for sådanne ændringer af UCITS-lovgivningen, mener Kommissionen, at man bør benytte lejligheden til at omstrukturere direktivet efter Lamfalussy-metoden.

Spørgsmål 19: Er den nugældende produktbaserede præskriptive UCITS-lovgivning et passende langfristet udgangspunkt for et nøje kontrolleret og integreret europæisk marked for investeringsfonde? På hvilke betingelser eller på hvilket tidspunkt skal man overveje en mere princip- og risikobaseret regulering?

4. KONKLUSIONER

UCITS har indtaget en central position i skabelsen af en succesrig europæisk fondssektor. UCITS-lovgivningen har – med sit produktpas og sin stærke moralske støtte til detailinvestoren – været medvirkende til at nå dette resultat. På trods af denne udvikling mener nogle, at UCITS er ensbetydende med forpassede muligheder, og at der er mulighed for forbedringer. Der er imidlertid ikke noget presserende behov for en grundlæggende revision af lovgivningen på nuværende tidspunkt. I stedet bør man koncentrere sig om at udtømme de muligheder, der er inden de nugældende lovgivningsmæssige rammer.

Da sektoren er af strategisk betydning, er der behov for omfattende overvejelser af, i hvilken retning EU's kommende rammer for investeringsfonde skal pege. Hvis nogle af de strukturelle betænkeligheder, der er nævnt ovenfor, viser sig at være velbegrundede, bliver der behov for vidtgående indgreb for at sikre, at den omfattende europæiske fondssektor udstyres med de rette redskaber, og de europæiske investorer får en høj grad af beskyttelse på vej ind i næste årti.

Der vil blive taget hensyn til reaktionerne på denne høring og de regelmæssige drøftelser med relevante berørte parter og yderligere forberedende arbejde i Kommissionen, når der skal tages stilling til eventuelle opfølgende foranstaltninger. Initiativerne for at styrke UCITS-rammerne vil blive offentliggjort i begyndelsen af 2006. I det omfang der bliver tale om lovindgreb, vil det ske efter omfattende høringer, konsekvensanalyser og vurderinger af omkostningseffektivitet.

Reaktioner på denne høring sendes senest den 15. november 2005 til følgende e-mailadresse: markt-consult-investmentfunds@cec.eu.int Reaktionerne vil blive offentliggjort på Kommissionens website – medmindre der udtrykkelig anmodes om det modsatte. Som led i opfølgningen af denne grøn bog vil Kommissionen i begyndelsen af 2006 offentliggøre en rapport om tilbagemeldingerne med et resumé af bidragene.

Forbedring af rammerne for UCITS – Foreslåede skridt

Emne	Initiativ	Foreslået tidspunkt
Revision af UCITS	Høringsproces Rapport om tilbagemeldinger som led i den offentlige høring. Udtalelse fra Kommissionen om opfølgende foranstaltninger.	Juli/nov. 2005 Feb./marts 2006
1. Prioriterede aktioner		
Fastlæggelse af, hvilke aktiver der kan indgå i UCITS	Vedtagelse af gennemførelseslovgivning	Marts/april 2006
Henstillinger om derivater og det forenkede prospekt	Offentliggørelsen af endelig vurdering af medlemsstaternes gennemførelse (CESR og Kommissionen)	Efteråret 2005
CESR's retningslinjer for overgangsbestemmelser	Foreløbig rapport om medlemsstaternes gennemførelse	Efteråret 2005
Anmeldelsesprocedurer	CESR's retningslinjer for anmeldelsesproceduren	Efteråret 2006

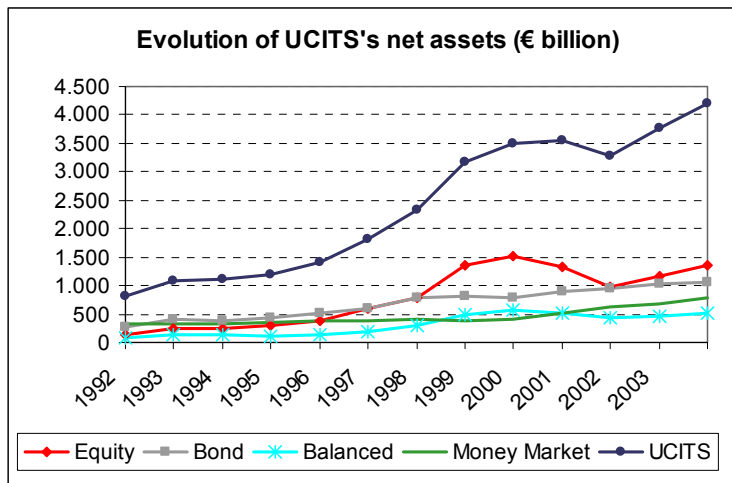
2. Udgangspunkt i de nuværende rammer		
Passet for administrationsselskaber	Analyse af betingelserne for at gøre brugen af passet for administrationsselskaber mere effektiv (for virksomheder)	Primo 2006
Distribution, salg og markedsføring af fonde	Vurdering af forbindelserne mellem UCITS og direktivet om markeder for finansielle instrumenter Analyse af mangler i direktivet på niveau 2	Primo 2006 Medio 2006
3. Langfristede udfordringer		
Grænseoverskridende fusioner/sammenlægninger	Arbejde i gruppe af specialister	Vinter 2005-sommer 2006
Investorbeskyttelse	Analyse af risici og risikokontrol i den europæiske investeringsfundsbranche (CESR og COM): Tilsyn med IOSCO's arbejde. Iværksættelse og offentliggørelse af Kommissionens undersøgelser	
Alternative investeringer	Arbejde i gruppe af specialister	Vinter 2005-sommer 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

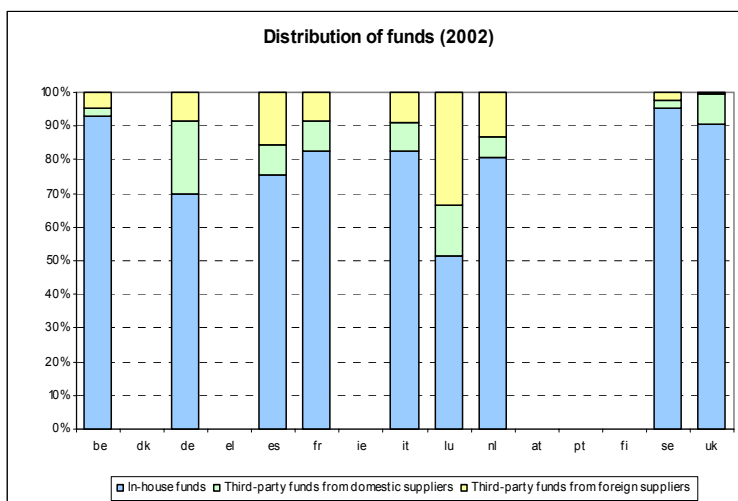


The UCITS Directive has proved an important first step towards integrated and competitive European markets for investment funds: it has been the catalyst for the growth of an industry which is increasingly investing and competing on a cross-border basis. At present, less than a fifth of all European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