

# ЕВРОПЕЙСКИ ПАРЛАМЕНТ

2004



2009

---

*Документ за разглеждане в заседание*

**A6-0460/2007**

23.11.2007

## **ДОКЛАД**

относно управлението на активи II  
(2007/2200(INI))

Комисия по икономически и парични въпроси

Докладчик: Wolf Klinz

PR\_INI

## СЪДЪРЖАНИЕ

	<b>Страница</b>
ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА РЕЗОЛЮЦИЯ НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ.....	3
EXPLANATORY STATEMENT .....	15
РЕЗУЛТАТ ОТ ОКОНЧАТЕЛНОТО ГЛАСУВАНЕ В КОМИСИЯ .....	20

## ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА РЕЗОЛЮЦИЯ НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ

### относно управлението на активи II (2007/2200(INI))

*Европейският парламент,*

- като взе предвид Бялата книга относно разширяването на рамката на единния пазар за инвестиционни фондове (COM(2006)0686),
- като взе предвид Директиви 2001/107/ЕО<sup>1</sup> и 2001/108/ЕО<sup>2</sup> на Европейския парламент и на Съвета от 21 януари 2002 г., изменящи Директива 85/611/ЕИО<sup>3</sup>, относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК), с оглед регулиране на управляващите дружества и опростяване на проспектите, респективно относно инвестициите на ПКИПЦК,
- като взе предвид Директива 2004/39/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 21 април 2004 г. относно пазарите на финансови инструменти<sup>4</sup> (директива относно ПФИ),
- като взе предвид Директива 2005/1/ЕО<sup>5</sup> на Европейския парламент и на Съвета от 9 март 2005 г. с цел въвеждане на нова организационна структура на комитетите за финансови услуги,
- като взе предвид Директива 2003/41/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 3 юни 2003 г. относно дейностите и надзора на институциите за професионално пенсионно осигуряване<sup>6</sup> (директива относно пенсионните фондове),
- като взе предвид Директива 2002/92/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 9 декември 2002 г. относно застрахователното посредничество<sup>7</sup> и Директива 2002/83/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 5 ноември 2002 г. относно животозастраховането<sup>8</sup>,
- като взе предвид резолюцията си от 15 януари 2004 г. относно бъдещето на хедж-фондовете и производните финансови инструменти<sup>9</sup>,
- като взе предвид доклада на експертната група по управление на активи от 7 май

---

<sup>1</sup> ОВ L 41, 13.2.2002 г., стр. 20.

<sup>2</sup> ОВ L 41, 13.2.2002 г., стр. 35.

<sup>3</sup> Директива 85/611/ЕИО на Съвета от 20 декември 1985 г. относно координирането на законите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК) (ОВ L 375, 31.12.1985 г., стр. 3), последно изменена с Директива 2005/1/ЕО (ОВ L 79, 24.3.2005 г., стр.9).

<sup>4</sup> ОВ L 145, 30.4.2004 г., стр. 1.

<sup>5</sup> ОВ L 79, 24.3.2005 г., стр. 9.

<sup>6</sup> ОВ L 235, 23.9.2003 г., стр. 10.

<sup>7</sup> ОВ L 9, 15.1.2003 г., стр. 3.

<sup>8</sup> ОВ L 345, 19.12.2002 г., стр. 1.

<sup>9</sup> ОВ С 92 Е, 16.4.2004 г., стр. 407.

2004 г. и докладите на експертната група от м. юли 2006 г., както и своята резолюция от 27 април 2006 г. относно управлението на активи<sup>1</sup> ,

- като взе предвид препоръката от 26 януари 2006 г. на Комитета на европейските регулаторни органи на ценни книжа (КЕРЦК) до Комисията относно изясняване на определенията на активите, допустими за инвестиране от ПКИПЦК (КЕРЦК/06-005),
- като взе предвид доклада на Международния валутен фонд от м. април 2007 г. "Световната финансова стабилност: Развитие на пазара и проблеми"<sup>2</sup> ,
- като взе предвид глава IV от годишния доклад на ЕЦБ за 2006 г., озаглавена "Финансова стабилност и интеграция", публикуван през м. април 2007 г.<sup>3</sup> ,
- като взе предвид Директива 2006/73/ЕО на Комисията от 10 август 2006 г. за прилагане на Директива 2004/39/ЕО на Европейския парламент и на Съвета по отношение на организационните изисквания и условията за извършване на дейност от инвестиционните посредници и за даването на определения за целите на посочената директива<sup>4</sup> (Директива за прилагане на директивата относно ПФИ),
- като взе предвид препоръките на КЕРЦК от м. май 2007 г. относно стимулите, предвидени в директивата относно ПФИ, КЕРЦК/07-228б),
- като взе предвид Директива 2003/71/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 4 ноември 2003 г. относно проспекта, който следва да се публикува, когато публично се предлагат ценни книжа или когато се допускат ценни книжа до търгуване<sup>5</sup> (директива относно проспекта),
- като взе предвид предложението на Комисията за Директива на Европейския парламент и на Съвета относно предприемането и осъществяването на застрахователна и презастрахователна дейност (СОМ(2007)0361 - С6-0231/2007 - 2007/0143(COD)),
- като взе предвид заключенията на Съвета на министрите на икономиката и финансите (ECOFIN) от 8 май 2007 г.,
- като взе предвид доклада на Форума за финансова стабилност от 19 май 2007 г. относно институциите с висока степен на заемно финансиране (ливъридж),
- като взе предвид доклада на ръководната група на ОИСР от м. май 2007 г., озаглавен "Ролята на фондовете с частен капитал в корпоративното управление: относно ролята на инвестиционните фондове с частен капитал и хедж-фондовете "активисти",

<sup>1</sup> ОВ С 296 Е, 6.11.2006 г., стр. 257.

<sup>2</sup> <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/01/index.htm>.

<sup>3</sup> <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2006en.pdf>.

<sup>4</sup> ОВ L 241, 2.9.2006 г., стр. 26.

<sup>5</sup> ОВ L 345, 31.12.2003 г., стр. 64.

- като взе предвид член 45 от своя правилник,
  - като взе предвид доклада на комисията по икономически и парични въпроси (А6-0460/2007),
- А. като има предвид, че с тази резолюция Парламентът няма намерение нито да рзглежда петте законодателни мерки на преразглеждането на ПКИПЦК III, а именно улесняване на процедурата за деклариране, създаване на паспорт на управляващото дружество, преразглеждане на опростен проспект и създаване на рамка за фондови сливания и рамка за обединяване на капитал, нито да обсъжда изменения на предвидено надзорно сътрудничество в тези пет области,
- Б. като има предвид, че Европейският парламент възнамерява да играе значителна роля в изграждането на по-интегриран европейски пазар за инвестиционни фондове, преминавайки пределите на предстоящото ограничено преразглеждане на Директива 85/611/ЕИО, изменена по-специално от Директива 2001/107/ЕО и Директива 2001/108/ЕО (директива относно ПКИПЦК III),
- В. като има предвид, че неограничените фондове за недвижими имоти и фондовете, инвестиращи в хедж-фондове, както и други нехармонизирани фондове, насочени към индивидуални инвеститори, понастоящем остават извън рамката на ПКИПЦК и по този начин не се ползват от европейски паспорт, което ограничава разнообразието от инвестиционни продукти, достъпни за инвеститорите на дребно, както и инвестиционната стратегия, свързана с ПКИПЦК,
- Г. като има предвид, че различните национални режими на частни капиталовложения и практики представляват пречка за опитните инвеститори при извършването на трансгранични капиталовложения на инвестиционни продукти,
- Д. като има предвид, че различните изисквания към ПКИПЦК и други конкурентни инвестиционни продукти за разкриване на информация, различните национални данъчни правила относно трансгранични фондови сливания, препятствията пред обработката на фондовата дейност и различните отговорности на депозитарите представляват пречка за равнопоставеността, засилената конкурентоспособност и консолидацията на европейския фондов пазар,
- Е. като като има предвид, че няма всеобщо прието схващане относно различните способности за алтернативно инвестиране и че инструменти като хедж-фондовете и фондовете с частен капитал се различават един от друг с оглед набирането на средствата, целите на инвестиционната политика и управленския контрол,

### ***Нехармонизирани фондове, насочени към индивидуални инвеститори***

1. приветства създаването на експертна група относно неограничените фондове за недвижими имоти, но изразява съжаление, че Комисията не се е отнесла с приоритет към въпроса за фондовете, инвестиращи в хедж-фондове; очаква с нетърпение да получи както доклада на експертната група относно неограничените фондове за недвижими имоти, така и резултатите от изследването на Комисията относно нехармонизираните фондове, насочени към индивидуални инвеститори,

- имащи за цел да способстват създаването на единен пазар за тези продукти;
2. призовава Комисията да изследва възможността за бъдещо разширяване на приложното поле на член 19, параграф 1 от директивата относно ПКИПЦК III относно неограничените фондове за недвижими имоти и фондовете, инвестиращи в хедж-фондове в допустимите активи, като се има предвид че индексите на хедж-фондове вече са допустими; подчертава необходимостта от цялостна оценка на въздействието на рисковете и ползите при такава промяна, като се обърне особено внимание на защитата на наименованието ПКИПЦК; подчертава, че това не следва да прекъсне текущото преразглеждане на директивата относно ПКИПЦК III;
  3. счита, че след като се вземат предвид заключенията от доклада на експертната група и проучването на Комисията, следва да се обмисли създаването на рамка на единния пазар по отношение на неограничените фондове за недвижими имоти, фондовете, инвестиращи в хедж-фондове и други нехармонизирани фондове, насочени към индивидуални инвеститори като регулирани продукти на равнище ЕС, като се направи оценка на въздействието и като се вземат изцяло под внимание въпросите относно диверсификацията, ликвидността и оценката; подчертава, че това не следва да прекъсне текущото преразглеждане на директивата относно ПКИПЦК III;

### ***Режим на частни капиталовложения***

4. призовава за създаване на хармонизирана рамка за частни капиталовложения на равнище ЕС, с цел да се увеличи интеграцията на единния пазар, въз основа на цялостна оценка на въздействието; подчертава, че един такъв режим трябва да осигурява необходимата правна сигурност за участниците в него, но не бива в твърде голяма степен да регулира и натоварва дейностите по частни капиталовложения, осъществявани между опитни и добре информирани играчи, посредством твърде подробни или твърде установени изисквания; отново подчертава, че свръхрегулиране на национално равнище не е възможно;
5. счита, че режимът на частни капиталовложения следва да се прилага относно всички неограничени инвестиционни фондове, включително регулираните фондове на ЕС, национално регулирани фондове, както и фондове, регулирани в трети страни; при все това е убеден, че напредък по въпроса относно взаимния достъп до пазара, когато е целесъобразно, е от основно значение; затова призовава Комисията да договори такива споразумения с трети страни и по-специално със Съединените щати, и изисква от Комисията да разгледа този въпрос в рамките на Трансатлантическия икономически съвет;
6. изразява увереност, че определението за кръга от лица, имащи право да инвестират, е основополагащо; предлага да бъдат взети под внимание съществуващите категории инвеститори съгласно директивата относно ПФИ и директивата относно проспекта; поддържа приемането на широка дефиниция за опитен инвеститор; подчертава обаче, че въпреки действащото законодателство са налице няколко въпроса, на които следва да се намери разрешение, като критериите за годишен доход и ограниченията на трансфер, забраняващи на опитния инвеститор, който е

допуснат до инвестиране в рамките на режима на частни капиталовложения, да продава продукта на инвеститори на дребно;

7. предлага като първа стъпка да се въведе в директивата за ПКИПЦК III при нейното преразглеждането през 2008 г. възможност за освобождаване на ПКИПЦК от деклариране, като това освобождаване следва да бъде предвидено в ограничен брой случаи на много опитни инвеститори като професионалния клиент, съгласно директивата относно ПФИ;
8. счита, че като втора стъпка приложното поле на режима на частни капиталовложения следва да бъде разширено, като обхване други продукти и по-широка дефиниция на опитен инвеститор, и следва да съдържа обща възможност за освобождаване от местните търговски разпоредби; изисква от Комисията да определи до лятото на 2008 г. дали са необходими законодателни мерки или дали насоките от страна на Комитета на европейските регулаторни органи на ценни книжа (КЕРЦК) са достатъчни;
9. изразява увереност, че европейската рамка за режима на частни капиталовложения следва да се прилага само в случаите на трансгранични частни капиталовложения и в този случай отменя действащите национални правила, но не следва да отменя действащите национални правила, прилагащи се относно местните частни капиталовложения; одобрява, като първа стъпка, режим, основаващ се на насоките на КЕРЦК, но подчертава, че за да се постигне правна сигурност следва да се разгледа нуждата от европейска законодателна рамка;
10. приканва Комисията да прегледа и отстрани данъчните пречки пред трансграничното инвестиране на тези продукти;

### ***Разпределение, разкриване на информация и финансова грамотност***

11. счита, че заплащането на комисионни възнаграждения е приемлив начин за възнаграждение; изтъква обаче, че в същото време информация за инвеститора, в т.ч. разкриването на такси, е основополагащо, за да могат инвеститорите да вземат по-информирани решения и да повишат конкуренцията; приветства разпоредбите на директивата относно ПФИ относно разкриването на такси, но припомня, че директивата относно ПФИ не се прилага спрямо всички конкурентни инвестиционни продукти;

#### *Конкурентни продукти*

12. счита, че изискванията за разкриване на цената и таксата в момента на продажбата, както и изискванията за редовно предоставяне на информация относно риска и резултатите следва да се прилагат не само спрямо ПКИПЦК, но и към всички конкурентни продукти (т.е. сертификати, записи на заповед, застраховки "Живот", свързани с инвестиционен фонд); признава обаче, че постигането на пълно съпоставимост между различните видове инвестиционни продукти е невъзможно;
13. изисква в тази връзка да се направи преглед на законодателната рамка относно търговията, консултантството и продажбата на всички инвестиционни продукти на

дредно най-късно до края на 2008 г., по-специално на предстоящата директива относно платежоспособността II, директивата относно застрахователното посредничество и директивата относно ПКИПЦК III, с цел постигането на равнопоставеност и последователен подход към защитата на инвеститорите; приканва Комисията да поиска от комисиите равнище 3 технически съвет в тази област, като същевременно вземе предвид разнообразието от продукти и каналите за разпределение;

14. изисква от Комисията да провери дали кодекс за поведение на индустрията би могъл да спомогне за увеличаването на прозрачността на таксите, имайки предвид положителното и отрицателно въздействие, свързано с кодекса за поведение в следпазарния сектор;
15. приветства препоръката на КЕРЦК, че имуществена или неимуществена облага, предоставена на или от юридическо лице в пределите на същата група, която предлага само собствени продукти (вътрешни фондове) следва да се възприема по същия начин като имуществена или неимуществена облага, предоставена на или от всяко друго юридическо лице в рамките на предприятията с отворена структура (фондове на трети страни)<sup>1</sup>;
16. отбелязва, че съгласно член 26 от директивата за прилагане на директивата относно ПФИ, разпоредбите относно стимулите се прилагат за имуществени или неимуществени облаги между две отделни юридически лица, като се има предвид, че продукти, произведени или разпространявани от едно и също юридическо лице, не попадат в приложното поле на член 26; призовава Комисията да проучи практическото отражение на член 26 върху разпространяването на конкурентни продукти и по този начин върху отворената структура;
17. признава, че проследяването на комисионните възнаграждения, по-специално на таксите за ретроцесия, е бавен и скъп процес, който се очаква да се ускори с все по-отворената структура; затова призовава сектора да разгледа дали са необходими общи стандарти в Европейския съюз за спазване на подходяща позиция като стандарти за установяване на разпространителите или за предоставяне на данни, като файлови формати за данни, протоколи за предоставяне на данни, честота на изготвяне на доклади;
18. призовава КЕРЦК да докладва през 2008 г. за влиянието, което оказва член 26 от Директивата за прилагане на директивата относно ПФИ върху текущите споразумения за неимуществени комисионни възнаграждения ("softing") и споразумения за свързано посредничество ("bundling"), и да провери, като се вземат предвид съществуващите и възможните бъдещи инициативи за саморегулиране на сектора, дали инвеститорите биха имали полза от общ подход за надзор в ЕС;
19. споделя загрижеността, изразена в Зелената книга на Комисията относно укрепването на рамката на ЕС за инвестиционни фондове (СОМ (2005) 314) по отношение на появата на гаранционни фондове, неправилно определени като такива, които не са подкрепени от изисквания за капиталова адекватност; затова

---

<sup>1</sup> Препоръка на КЕРЦК от м. май 2007 г. относно стимулите, предвидени в директивата относно ПФИ.



призовава Комисията да предложи как могат да се създадат подходящи разпоредби за тези фондове на равнище ЕС, напр. капиталови изисквания, за да се гарантира ефективна защита на потребителите; в този контекст счита, че изискванията по отношение на надзора трябва да бъдат последователни и еднакво строги както в качествено отношение, посредством стандарти за управление на риска, така и в количествено, посредством капиталови изисквания;

#### *Взаимодействие между директивата относно ПКИПЦК и директивата относно ПФИ*

20. приветства намерението на Комисията да разреши в справочника си възможните конфликти между разпоредбите на директивата относно ПКИПЦК III и на директивата относно ПФИ по отношение на разпределението, стимулите и правилата за осъществяване на стопанска дейност; при все това изразява съжаление, че Комисията не е публикувала това ръководство преди прилагането на директивата относно ПФИ от държавите-членки; призовава Комисията, като вземе предвид законовите и подзаконовите актове за прилагане на държавите-членки, да изясни правния статут на своя справочник и връзката му с мерките на равнище 3 на КЕРЦК, както и въпросите и отговорите на Комисията във връзка с директивата относно ПФИ;

#### *Финансова грамотност*

21. изтъква, че равностойните изисквания за разкриване на цени, риск и резултати за конкурентни продукти в момента на продажбата помагат на инвеститора да вземе информирано решение само когато той има добри познания и основно разбиране по отношение на функционирането на различните инвестиционни продукти; следователно подчертава необходимостта от финансова грамотност;

#### ***Облагане на трансгранични фондови сливания***

22. отбелязва със съжаление, че в много законодателства трансграничните сливания остават обект на облагане, докато вътрешните сливания не подлежат на такова облагане; счита, че тъй като инвеститорите не могат да оказват влияние върху облагането и следва да получават еднакво отношение, трансграничните и вътрешните сливания следва да бъдат данъчно неутрални;
23. призовава Комисията да подготви през 2008 г. директива относно облагане на фондови сливания, като следва принципа на данъчна неутралност, предвиден в Директиви 90/434/ЕИО<sup>1</sup> и 2005/56/ЕО<sup>2</sup>; подчертава, че целта не е хармонизирането на данъците, а установяването, че вътрешни и трансгранични сливания не следва да подлежат на данъчно облагане, ако инвеститорът запази инвестицията си във фонда

---

<sup>1</sup> Директива 90/434/ЕИО на Съвета от 23 юли 1990 г. относно общата система за данъчно облагане, приложима спрямо сливанията, разделянията, прехвърлянията на активи и замените на акции по отношение на дружества от различни държави-членки, (ОВ L 225, 20.8.1990 г., стр. 1), последно изменена с Директива 2006/98/ЕО (ОВ L 363, 20.12.2006 г., стр. 129).

<sup>2</sup> Директива 2005/56/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 26 октомври 2005 г. относно презграничните сливания на дружества с ограничена отговорност (ОВ L 310, 25.11.2005 г., стр. 1).

преди и след сливането, или ако инвеститорът оттегли инвестицията си преди сливането в резултат на предвиденото сливане; счита, че по практически съображения данъчната неутралност следва да се приложи само към сливанията на ПКИПЦК и впоследствие към всички останали фондове;

25. подчертава първостепенното значение на координацията на надзора на продукти на ПКИПЦК и на други финансови продукти и призовава за неотслабващи усилия за обмен на информация и практическа координация между финансовите органи;

### ***Инвестиционна политика и управление на риска***

26. изразява съжаление, че текущият начин на провеждане на инвестиционна политика е довел до това, че активи като фондовете, инвестиращи в хедж-фондове, и неограничените фондове за недвижими имоти не са включени в кръга на допустимите активи, докато други сравнително непостоянни и по-малко прозрачни активи като индексите на хедж-фондове се считат за допустими от страна на КЕРЦК;

27. счита, че определянето на допустимите активи и поставянето на инвестиционни ограничения не гарантира качеството на управлението на инвестициите и би могло дори да породи погрешно чувство на сигурност у инвеститорите на дребно; затова предлага да бъде разгледана смяна на императивния с принципния подход, основан на управление на активите и пасивите, като по-добър метод за диверсификация на риска в средносрочен план; подчертава, че настоящото преразглеждане на директивата относно ПКИПЦК III на този етап не следва да бъде забавяно чрез започване на основна дискусия за такава промяна; подчертава необходимостта внимателно да се анализира въздействието на такава промяна върху функционирането на ПКИПЦК и наименованието ПКИПЦК;

28. счита, че въвеждането на принципни разпоредби относно системите за управление на риска от равнище 1 биха могли да засилят сближаването по отношение на надзорните практики; затова очаква веднага след приключването на законодателната дейност по преразглеждането на директивата относно ПКИПЦК III Комисията да изготви списък на принципните критерии за използване на системи за управление на риска, като има предвид, че подобни системи следва да отговарят на отделния профил на риска на всеки фонд; призовава Комисията да проучи дали управляващите дружества следва да бъдат задължавани да обосновават уместността на определена система и дали е необходимо общо изискване за предварителни разрешения за системите за управление на риска чрез надзорник или по-ясна роля на депозитаря в надзора на инвестиционната дейност; призовава КЕРЦК да приключи своята работа по хармонизирането на системите за измерване на риска;

29. счита за необходимо, с оглед на засилване на доверието на инвеститорите, всички управляващи дружества, установени като капиталови дружества, и всички регистрирани на борсата разпределителни дружества да бъдат предмет на националните разпоредби относно корпоративното управление в страната на тяхното местонахождение и на разпоредбите на Общността относно

корпоративното управление;

### **Обработка на фондовата дейност**

30. приветства инициативи като тези на групата за стандартизиране на обработката на фондовата дейност на EFAMA (European Fund and Asset Management Association) и на Eurofi, както и много инициативи на национално равнище за увеличаване ефикасността на обработката на фондовата дейност; счита, че Комисията следва да предприеме действия, ако индустрията не отчете значително развитие във връзка с увеличаване на електронната и стандартизирана обработка на фондовата дейност до края на 2009 г.;
31. обръща внимание на трудностите, които срещат малките и средни дистрибутори и дистрибуторите с ограничена трансгранична дейност при преминаването към автоматизирани и стандартизирани решения;
32. отбелязва, че идеята за стандартизирани крайни срокове за сетълмент биха предоставили стимул за повече автоматизация, биха опростили и изяснили обработката на поръчки и биха намалили броя на грешките<sup>1</sup>;
33. отбелязва идеята за създаване на стандартизиран процес за улесняване на достъпа до надеждни и стандартизирани данни относно трансграничните фондове, напр. по целесъобразност подкрепен със справочна база данни на европейски фондове за постоянни данни като проспекти и обработка на данни; подчертава необходимостта от надзор, за да се гарантира, че данните са актуализирани и надеждни<sup>2</sup>;

### **Депозитар**

34. изразява съжаление, че не всички държави-членки позволяват на клоновете на кредитни институции на ЕС да действат в качеството на депозитари, въпреки че те са регулирани на равнище ЕС съгласно законодателството на ЕС относно финансови услуги; затова призовава Комисията в хода на преразглеждането на ПКИПЦК III през 2008 г. да предприеме необходимите законодателни стъпки, които да позволят на такива клонове на кредитни институции да действат като депозитари, и да изясни начините за ефективно надзорно сътрудничество;
35. счита, че хармонизирането на определението за функциите на депозитаря би спомогнало за по-доброто разбиране и сътрудничество между регулаторните органи и би осигурило последователност в защитата на инвеститорите в цяла Европа; признава обаче трудността от преодоляване на националните разлики, по-специално по отношение на правото на собственост, отговорността и правилата за защита от несъстоятелност; призовава към допълнителни анализи на юридическите пречки, които би трябвало да се премахнат с цел постигане на хармонизация на функциите на депозитарите, като се вземат предвид вече съществуващите

---

<sup>1</sup> Една от възможностите, обсъждани в изследване на Eurofi от 2007 г.: Оптимизиране на трансграничното разпределение и обработване на инвестиционни фондове в ЕС.

<sup>2</sup> Една от възможностите, обсъждани в изследване на Eurofi от 2007 г.: Оптимизиране на трансграничното разпределение и обработване на инвестиционни фондове в ЕС.

изследвания относно различните роли и задължения на депозитарите в държавите-членки;

36. подчертава, че депозитарен паспорт следва да се въведе само след постигане на пълна хармонизация на ролята и отговорностите на депозитаря; подчертава, че преди вземането на решение трябва да се изследва внимателно взаимодействието между депозитарния паспорт, паспорта на управляващото дружество, фонда и регулаторния орган;
37. изисква от Комисията да изследва влиянието на широкото ползване на много сложни продукти (напр. производни продукти, в т.ч. кредитни производни продукти и индекси, включително индекси на хедж-фондове) върху ефективността на надзорната функция на депозитаря;

### *Процедура Lamfalussy*

38. подчертава значението на осигуряването на избор на инструментите за прилагане на основата на съдържанието и целите на основното законодателство на равнище 1; призовава Комисията да предложи правна основа на равнище 1 за използването на директиви за прилагане и регламенти за прилагане на равнище 2; отбелязва, че новата процедура по регулиране с контрол следва да се прилага по отношение на всички мерки на равнище 2;

### *Хедж-фондове*

39. изтъква факта, сочещ, че дейността на алтернативни инвестиции, като хедж-фондовете, които все още не са в достатъчна степен разбрани от гледна точка на тяхното потенциално систематично въздействие, често води до по-висока ликвидност на пазара, дисперсия на риска, по-специално при традиционните инвестиционни портфейли и засилена конкуренция сред пазарните играчи и посредниците на пазара, както и до благоприятно проучване на частния пазар, което допринася за повече информация и по-ефективно ценообразуване;
40. счита, че прозрачността и разкриването на информация за инвеститорите и надзорниците са от най-голямо значение и очаква бъдещите предложения на Международната организация на комисиите по ценни книжа да внесат повече яснота в това отношение и настоятелно призовава сектора да постигне споразумение за кодекс за поведение относно оценка на управлението на портфейла, системите за управление на риска, прозрачността на структурите за таксообразуване и засиления надзор на инвестиционните стратегии; приканва Комисията да играе по-активна роля в тази дискусия (напр. в рамките на Г-8);
41. изразява увереност, че достъпът на инвеститорите на дребно до хедж-фондовете само по себе си не следва да са забрани; при все това изтъква, че като се има предвид често пъти по-свободното регламентиране на хедж-фондовете, достъпът на инвеститорите на дребно трябва да е обект на строги условия; подчертава, че ясните критерии за допустимост на инвеститорите, както и уредбата на разкриването на страните по договора са от основно значение; същевременно подчертава, че структурите, регулирани посредством директивата относно ПФИ, се

подлагат на тестове за пригодност и уместност по отношение на разпространението, за да се предприемат действия срещу неправомерна продажба;

42. счита, че въпросите, свързани с финансовата стабилност, трябва да бъдат разгледани на глобално равнище посредством засилено сътрудничество между надзорните органи и централните банки в международните органи като Международната организация на комисиите по ценни книжа (IOSCO), както и посредством редовен диалог между правителствата и законодателните органи; настоятелно призовава Комисията, ЕЦБ и КЕРЦК да играят активна роля в насърчаването на диалога и предлагането на подходящи мерки в случай на необходимост;
43. счита, че хедж-фондовете биха спомогнали за укрепването на практиките на корпоративно управление чрез увеличаване на броя на инвеститорите, които използват активно и информирано акционерните си права; при все това изразява загриженост, че някои хедж-фондове биха могли да повишат значително правото си на глас на ниски цени чрез множество различни механизми като фондовото кредитиране и заемането; признава, че фондовото кредитиране се използва не само от хедж-фондове; предлага Комисията да проучи възможностите и практичността на разпоредба, която да гласи, че в случаите, когато капиталът е за сметка на инвеститорите, споразумението за фондово кредитиране трябва да съдържа разпоредба относно правото на заемодателя да си възвърне своевременно акциите; ако не се осъществи възвръщане, заемополучателят може да упражнява правото на глас само в съответствие с инструкциите, дадени от заемодателя;

### ***Частен капитал***

44. счита частния капитал за важен източник на стартов, нарастващ и преобразуван капитал не само за големите дружества, но и за малките и средни предприятия; при все това, познава случаи при които повишено ниво на натрупани задължения е довело до значителни рискове за дружествата и техните служители, когато управлението на дружеството вече не може да се справи със задълженията за плащане;
45. подчертава значението на прозрачността за инвеститорите и надзорните органи по отношение на таксите и набирането на средства, по-специално когато водят до частно заемно финансиране (ливъридж) на дружеството, както и значението на техните цели на управление, по-специално при преобразуване на големи дружества;
46. счита, че уредбата на разкриването на информация относно страните по договора е от основно значение, както и че ясните критерии за допустимост на инвеститорите ще сведат разкриването на информация относно инвеститорите на дребно до частния капитал;
47. признава, че въздействието върху заетостта често е причина за социално безпокойство; отбелязва, че наличните данни си противоречат за съвкупното им въздействие върху общото ниво на заетостта; приканва Комисията да предостави по-добри анализи;

48. изразява становище, че е необходим по-задълбочен анализ, за да се разбере в по-добра степен въздействието на алтернативните инвестиции, като хедж-фондовете, от една страна, и на частния капитал, от друга, върху финансовата стабилност, корпоративното управление, избора и защитата на потребителите, както и заетостта; очаква изследването на тези въпроси в бъдещите парламентарни доклади относно хедж-фондовете и частния капитал, и въз основа на извършените през м. август проучвания (IP/A/ECON/IC/2007-23), предлага тези доклади да включват, наред с другото, изследване:

- дали кодекс за поведение на индустрията е достатъчно средство за увеличаване на финансовата стабилност и защита на инвеститорите или дали е налице нужда от повече действия от страна на законодателите и надзорните органи по отношение на изискванията за разкриване посредством минимални стандарти за отчетност и регламентиране на съответните участници;

- дали съществува интерес или дори необходимост от европейски етикет за инструменти за алтернативно инвестиране и ако е така, какви биха били критериите за разграничаване на различните класове активи, които биха попаднали в обхвата на рамката на ЕС;

- при какви условия би бил разрешен достъп на инвеститорите на дребно до тези класове активи;

49. възлага на своя председател да предаде настоящата резолюция на Съвета и Комисията.

## EXPLANATORY STATEMENT

### I. Importance of the fund industry

The investment fund industry is not only a significant part of the financial system, but also contributes to the stability of the economic and social system by channelling savings into productive investments.

The cornerstone of the EU framework for investment funds is the 1985 UCITS Directive which has led to the creation of a large and growing market for retail funds within the EU. Today, with € 6.213 billion invested in UCITS, this segment accounts for 78,9 % of the European fund market<sup>1</sup>.

### II. The White Paper

The European Commission analyses in its White Paper (COM 2006/686) published in November 2006 that the current UCITS provisions do not keep pace with the new competitive challenges and the changing needs of European investors. It foresees a progressive development of the existing framework through a targeted revision of the UCITS III Directive (notification procedure, simplified prospectus, pooling, mergers, supervisory cooperation). This revision will not be subject of this report because Parliament will amend the forthcoming proposal within the regular co-decision process which is about to start in early 2008. The rapporteur wants to comment on a number of fields beyond the limited revision of UCITS III but covered by the White Paper as well as on issues that have not been raised by the Commission.

### III. Scope of the report

#### 1. Non-harmonised retail funds

A large range of non-UCITS funds are becoming more and more attractive to retail investors, but suffer from the absence of a passport and by consequence, retail investors across the single market have limited consumer choice.

Real estate funds are one of the largest categories of nationally regulated investment products. At the end of 2006, there were around € 188 billion in assets under management in real estate funds in the EU<sup>2</sup>. Open-ended property funds allow investors to diversify their portfolio with an asset class that benefits from low volatility and a low correlation with other asset classes (i.e. equity, bonds).

Funds of hedge funds are available to retail investors in several Member States. In 2002, assets in these products had totalled € 14 billion, but by the end of December 2006 this figure increased to € 73 billion<sup>3</sup>. Funds of hedge funds can offer portfolio diversification through

---

<sup>1</sup> EFAMA Quarterly Statistical Release N°29 (First Quarter of 2007).

<sup>2</sup> EFAMA: Annual Report 06/07. Regulation, Pensions, Industry Standards, May 2007, Brussels, p.36.

<sup>3</sup> FERI Fund Market Information Ltd (FERI FMI): European Fund Market Data Digest 2007, Fourth Edition published March 2007, London, p. 19.

exposure to various asset classes and strategies, thus reducing the risk inherent in single-strategy hedge funds.

## 2. Private Placement Regime

Several Member States have their own private placement regimes which differ substantially in terms of regulatory framework and general functioning. In April 2007, the Commission launched a call for evidence for a European private placement regime. The Commission defines it as a method of investment product sale in a non-regulated space where buyer and seller can conduct transactions under certain conditions that exempt them from requirements of public offering. The products on offer can either be harmonised (UCITS), non-harmonised or even off-shore products. Until now there has not been a clear decision as to whether such a regime should be open to all products, who should be eligible to invest and who to provide (place), and whether an originally privately placed product could be sold on to retail investors. Moreover, it is still open how to define the borderline between public offering and private placement and which parts of the already existing regulatory framework could be used for the construction of a European private placement regime (MiFID: eligible counterparties / professional client; Prospectus Directive: qualified investor).

## 3. Distribution and fees

Investors do not only have access to UCITS, but also to similar and therefore competing investment products under different legal frameworks, such as structured products (i.e. certificates and notes) and life insurance products (i.e. unit-linked). Given the increasingly open architecture of distribution, the appropriate comparison of cost, valuation, performance and risk is even more important for retail investors. However, it must be recognised that full comparability and hence an identical level playing field are unlikely to be achieved due to individual characteristics of different investment products (exit possibilities, taxation etc.).

Fee structures often remain in-transparent because fees are included in returns without any indication of how they are broken down in the value-chain. This is particularly true for the retrocession<sup>1</sup>. Such lack of transparency undermines investor protection, business development and sound competition.

MiFID and its provisions on inducements<sup>2</sup> aim at improving fee transparency. However, it has to be noted that its disclosure provisions only apply to third-party funds and not to in-house distribution and do hence not foster open architecture. Moreover, it is not yet predictable what impact MiFID will have on already existing UCITS provisions and on softing and bundling arrangements.

## 4. Taxation of cross-border fund mergers

Although the EU investment funds market only has two-thirds as many assets as the US market, it has over three times as many funds. This implies a relatively high proportion of

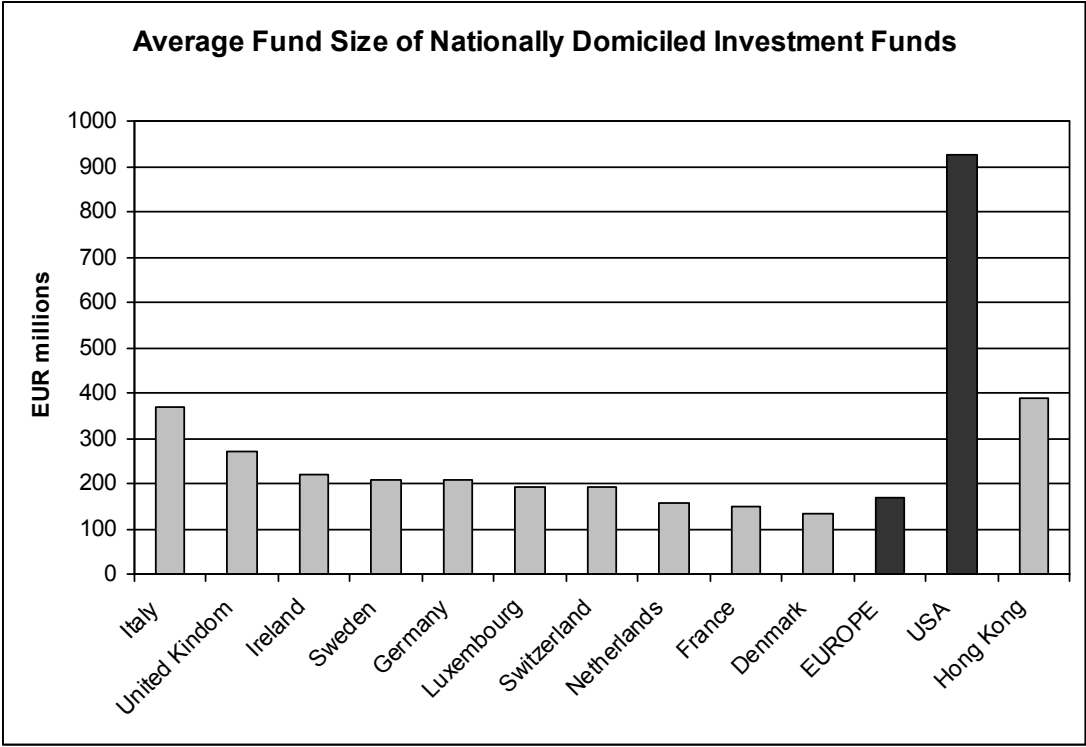
---

<sup>1</sup> Retrocession/placement fee/trailer fee: A portion of the management fee received by the manager and paid to the distributor in remuneration of its placement activity. The fee is usually recurrent and paid as long as the assets remain invested.

<sup>2</sup> Inducement = a fee, commission or non-monetary benefit that an investment firm may receive or pay in connection with the provision of investment and ancillary services to clients.



funds with a higher cost proportional to their size. Due to the small average fund size, European investors are charged an estimated € 2-6 billion more in annual fees than they would, if economies of scale were fully exploited<sup>1</sup>. National taxation rules are one of the major obstacles to (cross-border) fund mergers.



Source: Own chart, based on data from EFAMA Fact Book: Trends in European investment funds, 4th edition, July 2006, page 53.

5. Investment Policy and Risk Management

In the past there have been divergent interpretations of the UCITS III Directive (1985/611) rules by European supervisory authorities. Therefore, the Commission adopted a Level 2 Directive (2007/1178) which clarifies certain definitions and substantially widens the scope of eligible assets. However, UCITS are not yet allowed to invest in commodities and derivatives on commodities, hedge funds (HF), funds of hedge funds (FOHF) and open-ended real estate funds (OREF). The CESR work on hedge funds indices (HFI) as eligible assets is still ongoing, but creates concerns among the hedge fund industry of an uneven level playing field in comparison to FoHF whose performance and transparency is often superior to the one of HFIs.

Since the investment policy of UCITS is fairly prescriptive, there remains the question as to how far the risk management provisions of UCITS should go. Many practitioners as well as academics see the investment policy rules on the one hand and the risk management system on the other as two sides of the coin. The current provisions of UCITS III Directive (1985/611) require the management company to employ a risk-management process, which

<sup>1</sup> European Commission, Internal Market and Services DG: Report of the Expert Group on Investment Fund Market Efficiency, July 2006, Brussels, p. 10.

must take into account the current value of the underlying assets, the counterparty risk, future market movements and the time available for liquidating the positions. Since the amendments to the directive (2001/107 and 2001/108) established a non-sophisticated UCITS as well as sophisticated UCITS (using financial derivative instruments), the Commission published a recommendation (2004/383/EC) on how to use financial derivative instruments in the case of sophisticated UCITS in 2004. This recommendation however fails to ensure a consistent definition of a sophisticated UCITS and what methods of risk management such a UCITS should use; that is whether a sophisticated UCITS should use the value-at-risk (VaR) approach and non-sophisticated UCITS a simpler commitment approach. From the supervisory side, the risk management programmes are notified to the regulator, but not authorised. It also varies in how far custodians, the administration of the fund and the fund managers contribute to the data put into the software as well as in how far depositories are involved in the oversight of this function.

## 6. Fund processing

Fund order-processing has not kept pace with the growth of the market and changes in distribution systems, which in turn has led to higher operational risks, processing delays and higher costs. At the moment, there is still around 50 % of cross-border transactions handled manually that costs two to three times more than automated orders<sup>1</sup>. Such inefficiencies do not arise from an insufficient regulatory or legal framework but from within the private sector. Hence, the European industry should step up its projects and progress in the automation and standardisation of fund processing.

## 7. Depositary

The depositary is one of the three fundamental pillars of the UCITS framework, alongside the fund and its managers. But depositaries are broadly defined and have no European passport. The absence of a precise EU legislative framework has led to diverging definitions of the role and responsibilities of the depositary. So far, that divergence has not resulted in obvious problems with the protection of investors. However, there are concerns that these differences may harm the free provision of services in the internal market. Consequently, further thought should be given to the authorisation of branches of EU credit institutions to act as depositary, to the depositary's safekeeping mission and to a harmonisation of its functions in general.

## 8. Lamfalussy

The Lamfalussy process did not exist when Directive 85/611/EEC was adopted. However, Lamfalussy-style mechanisms have already been applied for instance within the Level 2 measures to the UCITS III Directive definitions of eligible assets. During the forthcoming revision process, the Commission should examine where Lamfalussy style mechanisms can be extended without restructuring the whole Directive. Thereby, it is crucial to ensure that any further new legislation or revision of the existing legislation will include the legal basis for both Level 2 implementing directives and Level 2 implementing regulations.

---

<sup>1</sup> Eurofi study 2007: Optimising cross-border distribution and processing of investment funds in the EU.

## 9. Hedge Funds

Global assets under management in HFs present about \$ 1,537 million<sup>1</sup> compared to \$ 55.0 trillion assets in the global fund management industry<sup>2</sup>. Despite the lack of a clear and common definition of a HF, the concept represents unregulated investment vehicles using investment techniques which try to use market imperfections. They use shorting techniques, extensive leverage, and derivatives, which are not available to other collective investment vehicles. However, many other financial institutions and investment funds share some of these features.

HFs contribute to a dispersion of risk, higher liquidity, increased competitiveness between market makers and intermediaries as well as substantive proprietary market research that leads to better information and price discovery.

In view of the difficulties some HFs have run into recently, there is a controversial discussion on the financial stability and systemic risk that might arise from HFs. Most supervisors opt for the supervision of HFs' counterparties and regulation of investors' access.

## 10. Private Equity

Although often being placed under one heading of "alternative investment", the financial instruments of hedge funds and private equity are of different natures. "Private" in private equity refers to the way of raising capital and not to whether they invest in private or publicly listed companies. Their activity thus starts with fund raising (usually from pension funds, endowments, financial institutions (banks, insurance companies), high-net worth individuals or funds of private equity funds). It is followed by fund management activity, i.e. leveraged buy-outs (LBOs, mostly investing in publicly listed companies and taking them private), venture capital, growth capital, mezzanine capital etc. LBOs are usually done by one part raised funds to three to four parts of debt, which later show on the targeted company's balance sheet. Typical exit strategies are either an initial public offering (IPO), a secondary buy-out by another private equity firm or a trade sale to another corporation. Despite concerns about high leverage of LBOs and potential social consequences, private equity remains a great source of start up and growth capital for SMEs and in many cases - due to the restructuring of the target company - ensures its successful development. In 2006, some 90 % of investments were made in companies with fewer than 500 employees<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Hedge Fund Review March 2007.

<sup>2</sup> Investment Company Institute December 2006.

<sup>3</sup> EVCA Yearbook 2007.

## РЕЗУЛТАТ ОТ ОКОНЧАТЕЛНОТО ГЛАСУВАНЕ В КОМИСИЯ

Дата на приемане	21.11.2007
Резултат от окончателното гласуване	+: 38 -: 1 0: 1
Членове на ЕП, присъствали на окончателното гласуване	Mariela Velichkova Baeva, Zsolt László Becsey, Pervenche Berès, Slavi Binev, Sharon Bowles, Udo Bullmann, Ieke van den Burg, Christian Ehler, Jonathan Evans, Elisa Ferreira, Robert Goebbels, Donata Gottardi, Benoît Hamon, Gunnar Hökmark, Karsten Friedrich Hoppenstedt, Sophia in 't Veld, Piia-Noora Kauppi, Wolf Klinz, Kurt Joachim Lauk, Andrea Losco, Cristobal Montoro Romero, Joseph Muscat, John Purvis, Alexander Radwan, Bernhard Rapkay, Dariusz Rosati, Heide Rühle, Eoin Ryan, Antolín Sánchez Presedo, Manuel António dos Santos, Margarita Starkevičiūtė, Ivo Strejček, Cornelis Visser, Sahra Wagenknecht
Заместник(ци), присъствал(и) на окончателното гласуване	Harald Ettl, Ján Hudacký, Werner Langen, Thomas Mann
Заместник(ци) (чл. 178, пар. 2), присъствал(и) на окончателното гласуване	Holger Krahmer, Willem Schuth