

Európai Gazdasági és Szociális Bizottság vélemény – Tárgy: „Zöld könyv a befektetési alapok EU-szintű keretének javításáról”

COM(2005) 314 final

(2006/C 110/04)

2005. július 12-én az Európai Bizottság úgy határozott, hogy az Európai Közösséget létrehozó szerződés 262. cikke alapján kikéri az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság véleményét a következő tárgyban: „Zöld könyv a befektetési alapok EU-szintű keretének javításáról”

A bizottsági munka előkészítésével megbízott „Egységes piac, termelés és fogyasztás” szekció véleményét 2006. február 21-én elfogadta. (Előadó: Angelo GRASSO).

Az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság 2006. március 15–16-án tartott 425. plenáris ülésén (a 2006. március 15-i ülésnapon) 138 szavazattal 1 ellenében, 4 tartózkodás mellett elfogadta az alábbi véleményt.

1. Bevezetés

1.1 Az Európai Bizottság zöld könyve különösen fontos stratégiai útmutatásokkal szolgál az európai pénzügyi piacok teljes integrációja felé vezető úton. Ismeretes, hogy az európai országok gazdasági fejlődése és növekedése szorosan kapcsolódik a pénzpiacok fejlődéséhez és integrációjához, ez utóbbi pedig az unió harmadik szakaszának teljes megvalósítását is jelenti.

1.2 Félretéve az akadémiai vitát arról, hogy a pénzügyi fejlődés megelőzi-e vagy követi a gazdasági fejlődést, fontosnak tűnik aláhúzni azt, hogy – az „európai modellel” való összehasonlításban – az ún. „angolszász” (és különösen az amerikai) modellt jellemző dualisztikus bank- és pénzpiac-orientált megközelítéshez képest a jelenlegi jogalkotási tendencia és az **Unió által követett irány szemmel láthatólag a két orientáció teljes integrálását kívánja továbbvinni** gazdasági rendszerünkben.

1.3 A pénzügyi piacok és intézmények azt a társadalom számára alapvető feladatot hajtják végre, hogy a hatékony allokáción és az ésszerűségeen alapuló játékszabályok betartása mellett kapcsolatba hozzák a „deficitet” és a „többletet” felmutató egységeket. Ezentúl emlékeztetni kell arra is, hogy a vállalatok közötti tisztességes verseny és konkurencia hamarabb jelentkezik a tőke- és hitelpiacon, mint a termékpiacon.

2. Az UCITS-piac az EU-ban és a harmonizálás szükségessége

2.1 Az irányított megtakarításokra általában és az UCITS-okra (átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra) különösen vonatkozó európai szabályozás a 85/611/EGK alapvető irányelv köré szerveződik, mely az utóbbi években az ágazat fejlődésének szabályozási keretét nyújtotta. Bár az EU még nem szüntette meg teljesen a határokon átvelő kihelyezés és termékmarketing szabályozási korlátait, az UCITS-piac mégis harmonizált szabályozási körülmények között működik.

2.2 Az UCITS-piac fejlődése folyamatosan erősödő megállíthatatlan folyamatnak tűnik. Az elmúlt években az így kezelt nettó vagyon kétszámjegyű növekedési rátát mutatott. A „European Fund and Asset Management Association, Investment Company Institute, and other Mutual Fund Associations” („Európai alap- és vagyonkezelő társaság, a Befektetési társaságok intézete és az egyéb kölcsönös befektetési alapok társasága”) adatai szerint 1996 és 2005 között az EU-t, Csehországot, Magyarországot, Lengyelországot, Norvégiát és Svájcot magába foglaló piac összetett éves növekedési rátája 14,5 % volt, ami 1 450 milliárdról több mint 4 900 milliárdra nőtt nettó vagyonnak felel meg.

2.3 Az alapok számára és világszinten az alapok teljes tőkéjére vonatkozó éves adatok⁽¹⁾ az mutatják, hogy egyértelmű növekedés tapasztalható mind az alapok számát, mind a kezelt mennyiségeket illetően.

2.4 Bár tudatában van az ezzel kapcsolatos nehézségeknek, az EGSZB nagyon fontosnak tartja az adókonvergencia problémájának megoldását az UCITS növekedési potenciáljának emelése érdekében. Az ágazat nemzetközivé tételének stratégiái belépési és kilépési korlátokkal befolyásolhatóak. Kilépési korlátok akkor keletkeznek, ha a nem rezidens alaptulajdonosokat az alapokat kibocsátó ország jogszabályai szerint adóztatják meg; belépési korlátokat az alaptulajdonosok lakóhelye szerinti ország jogszabályai állíthatnak.

2.5 Európában az UCITS adózási szabályozás szinte mindenhol az alapokon keresztül történő és a közvetlen befektetés közötti semlegesség elvére épül. **Majd valamennyi európai ország – formálisan vagy lényegileg – az ún. „no-veil” (átlátható adózás) modellt követi, melyben a befektetési jövedelmet közvetlenül adóztatják meg.** Az átláthatóság modellje a tőkekiviteli semlegesség (*capital export neutrality*) elvét alkalmazza, így amennyiben az alapokból származó jövedelemre nem vetettek ki forrásadót, akkor a befektetőket a lakóhely elve szerint adóztatják meg.

⁽¹⁾ Forrás: European Fund and Asset Management Association, Investment Company Institute, and other Mutual Fund Associations

3. Észrevételek az „Általános értékelés” című részhez

3.1 Az **európai pénzügyi ágazatban** az UCITS-ok átlagos mérete az USA-beli megfelelőik kevesebb mint harmadát teszi ki; ennek következtében az alapok kezelése során kevésbé élvezik a méretgazdaságosság kínálta előnyöket, ami a végbefektetőket sújtó nettóhozam-csökkenést eredményez.

3.2 Bár az Európai Bizottság fő célja a termékfinanszírozás keretének meghatározása, az EGSZB álláspontja szerint **a befektetők valós nyeresége a pénzügyi rendszer komplex szabályozásától függ** (azaz mind a termékek, mind a szolgáltatások szabályozásától).

3.3 A zöld könyv kiemeli bizonyos funkciók kiszervezésének magas működési kockázatát, ami pedig érdekelletéteket vonhat maga után: az EGSZB szerint **ez olyan jogos félelem, amely megfelelő jogi szabályozást igényel**.

3.4 Amikor egy folyamatot részekre osztanak és különböző szervezetekre delegálnak, a fő probléma nem annyira a megosztás technikai vetületeinek kezelése, hanem sokkal inkább a vásárló és az eladó közötti kapcsolatot szabályozó egyensúly megtalálása a(z) (új) piac szintjén. Vegyük példának a pénzügyi elemzés ágazatát. A jelenlegi gyakorlat szerint az elemzések nem képezik független adás-vétel tárgyát, hanem más, főleg működéssel kapcsolatos szolgáltatásokba beépülve jelentkeznek. Így egy kötvényekkel foglalkozó bróker az egyes kötvényekről készült elemzéseit a működési folytonosságért cserébe osztja ki, az elemzés költségét is beszámítva az ezzel kapcsolatos jutalékba.

3.5 Az információ (az elemzés) áramlása tehát a „közjavakra” jellemző piaci logika szerint történik: megadják az igényelt információmennyiséget, melynek ára az egyes vásárlók által kifizetett árak együttese; ugyanakkor e vevők közül csak néhány fizet ténylegesen. Ennek hatása finoman szólva destabilizáló: az elemző tevékenység alulfizetett, ez pedig az elemzések készítése során méretgazdaságossági megtakarítások végzésére ösztönöz, ami a minőség elkerülhetetlen csökkenését vonja maga után, sőt az érdekelletétekből származó költségmegtakarítások kihasználására is ösztönözhet (lásd például a brit FSA közbelépését a brókerek/üzletkötők és vagyonkezelők közötti „lágy jutalék” (soft commission) kérdésében) az EGSZB szerint szükség van szabályok felállítására ahhoz, hogy a pénzügyi tőkekockázat kezelésének ágazatában alkalmazott áralakító mechanizmusok a lehető legkevésbé se keveredjenek össze a befektetési kockázat kezelésének/átalakításának ágazatában alkalmazott áralakító tényezőkkel.

4. Válaszok a zöld könyvben feltett kérdésekre

4.1 1. kérdés: A fenti kezdeményezések elegendő jogbiztonságot eredményeznek-e az irányelv alkalmazásához?

A. Az UCITS I-ből az UCITS III-ba való átmenet során létrehozott alapok elismerését övező bizonytalanság megszüntetése;

B. Az európai útlevelel rendelkező alapok bejelentési eljárásának egyszerűsítése,

C. A derivatívák használatára vonatkozó európai bizottsági ajánlások és az egyszerűsített tájékoztató alkalmazásának előmozdítása,

D. Azon „eszközök” meghatározásának tisztázása, melyeket az UCITS megszerezhet.

4.1.1 A kérdésre való válaszoláshoz szükség van a **„termék-finanszírozás” és a „szolgáltatásfinanszírozás” közötti különbségtételre**. Az első célja olyan működési eszközök meghatározása, melyek lehetővé teszik a pénzügyi tőke kibocsátói és befogadói közötti találkozást; az utóbbi célja viszont azon eszközök azonosítása, melyek az alapok befektetőinek vagy azok szolgáltatóinak igényeit legjobban kielégítik, ill. a hiányzó jellemzők megjelölése megfelelő termék hiányában.

4.1.2 A pénzügyi rendszerek „bankközpontúról” „piacközpontúvá” való átalakítása megváltoztatja a pénzügyi közvetítő szerepét, akinek egyre gyakrabban kell kockázatok közvetítésével foglalkoznia az azokat magába foglaló pénzügyi tőke közvetítése mellett. A kockázatközvetítés addig jövedelmező, amíg a közvetítő a befektetőnél alacsonyabb költséggel képes a kockázat kezelésére. Ezért jogosan merül fel a kérdés, hogy a kockázat teljes lecsökkentését célzó jogszabályi rendszer hatékonyabb-e annál, amelyik a kockázatközvetítés megfelelő hatékonysági szintjeit igyekszik elérni.

4.1.3 Tekintetbe kell venni azt, hogy még hatékony piaci környezetben is egy befektetéshez kapcsolódó teljes kockázatot két részre kell osztani: **„kifizetési (pay-off) kockázatra” és „információs kockázatra”**. Az első egy befektetés hozamának tényleges bizonytalanságát méri. A második a kifizetési kockázat pontos felmérésének nehézségét méri (ez pedig elsősorban a gazdasági alanyok információhiányából adódik). Tudatában kell lennünk annak, hogy a gazdasági szolgáltató által kiszámított kockázati prémium mindkét fajta kockázatból származik, valamint hogy e két kockázatfajta nem egyszerűen összeadódik, hanem kapcsolatuk különböző fokú korrelációk függvénye.

4.1.4 A fentiek fényében az EGSZB igennel válaszolna, de csak a termékfinanszírozás vonatkozásában. A szolgáltatásfinanszírozás tekintetében nagyobb szabadság biztosítására van szükség a befektetési szolgáltatások nyújtása terén, például a pénzügyi promóciót sújtó jelenlegi korlátozások feloldása révén, melyek nem veszik teljesen figyelembe az anyaország felügyeleti jogának (home-country-control) elvét.

4.1.5 Ez a gyakorlat azon tisztán érthető aggodalmon alapul, hogy **megelőzzék azon személyek adóelkerülő magatartását**, akik promóciós hálózatok kiépítése révén igyekeznek az egyes európai országokban létező legkedvezőbb feltételeket kihasználni. Az EGSZB szerint ez a logika gyökereiben hibás: az adóelkerülés lehetőségének ténye ugyanis azt jelenti, hogy az egyes országok rendszerei között nem történt valódi harmonizáció.

4.1.6 Az EGSZB tehát úgy véli, hogy a szolgáltatásfinanszírozás terén a *mozgásszabadság* növelésére lenne szükség annak ösztönzése végett, hogy az egyes országok egységesebben alkalmazzák a befektetésekről és az átruházható értékpapírokról (beleértve az UCITS III-at is) szóló uniós irányelveket.

4.2 2. kérdés: Az irányelv mindennapos alkalmazásának vannak-e olyan további problémás pontjai, amelyeket elsőbbségi feladatként kell kezelni?

4.2.1 A szabályozási konvergenciát az ágazatra vonatkozó adójogszabályok koordinálását célzó intézkedéseknek kell kísérniük. Az európai piacon még mindig különböző nemzeti rendszerek léteznek egymás mellett – ahogyan ez a pénzügy minden más területén is érvényes –, és némely ágazatban ezekhez a kettős adóztatás elkerülését célzó kétoldalú megállapodások adódnak hozzá.

4.2.2 A különböző adószabályozások bonyolult együttese a verseny torzulása mellett a **kettős adóztatást és az arbitrázs lehetőségét** vonja maga után, csakúgy, mint az adóelkerülést és az adócsalást. Ebből a szempontból és a piac fokozott nemzetközivé válása miatt hatékonyabbá kell tenni a nemzeti szabályozási keretet.

4.2.3 Az egyes tagországok hatalmas promóciós és protekcionista eszközzel rendelkeznek: az adóztatással. Mivel a más uniós országokból származó UCITS-ok adózási feltételeinek eltérő értelmezéseire lehetőség van, mód nyílik kevésbé kedvező adószabályok alkalmazására, és ezáltal belépési korlát keletkezik. Az EGSZB tudatában van annak, hogy a harmonizáció nem tekinthető könnyen elérhető rövid távú célnak, részben az e téren szükséges teljes egyetértés kényszere miatt. **Ezért javaslatunk értelmében megfontolandó a befektetési termékek közösségi szintű adóztatási rendszerének meghatározása mind az adó kivetését, mind annak beszedését illetően.**

4.3 3. kérdés: A hatékony alapkezelő-társasági európai útlevelel biztosítana-e további jelentős gazdasági előnyöket az átruházási megállapodásokhoz képest? Kérjük, tüntesse fel a forrásokat és a várt előnyök valószínűsíthető nagyságrendjét.

4.3.1 Az útlevelel és az egyszerűsített tájékoztató megfelelő eszköznek tűnik a piac töredezettségével és a tőke és piac teljes mozgásszabadságát akadályozó korlátokkal kapcsolatos problémák megoldásához, **valamint az elégséges jogbiztonság felállításának megkezdéséhez.** Az EGSZB úgy ítéli meg, hogy

alapvetően fontos az UCITS I-ből az UCITS III-ba való átvitel során elindított alapok elismerése körül jelentkező bizonytalanság kiküszöbölésén dolgozni.

4.4 4. kérdés: Az alapkezelő társaság és az alap felügyeleti felelősségének két joghatóság közötti megosztása eredményezne-e további működési kockázatokat vagy felügyeleti problémákat? Kérjük ismertesse a problémaforrásokat és azokat a lépéseket, amelyeket e kockázatok hatékony kezelésére kellene megtenni.

4.4.1 Az EGSZB tisztában van azzal, hogy az EU-n belül két pénzügyi modell létezik: az Egyesült Királyságé és a kontinentális Európáé, melyeket nehéz lesz rövid távon konvergenciába hozni. Az EGSZB azonban reméli, hogy az új jogszabályok **egy egységes szabályozó felállításának révén meg fogják könnyíteni a konvergenciafolyamatot.** Az EGSZB szerint ugyanis az csak a jelenlegi labilis helyzet fennmaradását szolgálná, ha olyan jogszabályi korlátokat vezetnének be, melyek az egyes intézményeket igyekeznének abban megakadályozni, hogy kedvük szerint válogassanak az éppen alkalmazandó szabályozási rendszerek között.

4.4.2 Az EGSZB meggyőződése szerint az alapkezelő társaság és az alap felügyeleti felelősségének két tagország közötti megosztása a felügyeleti gondokat növelné, és a működési hatékonyság csökkenésének kockázatával jár. **Az EGSZB ezért azt ajánlja, hogy a befektetővel szembeni felelősséget a befektető anyaországában levő alap képezze akkor is, ha a kezelő társaság külföldi székhelyű.**

4.5 5. kérdés: Az alapok forgalmazása során a jobb átláthatóság, összehasonlíthatóság, valamint a befektetői igények jobb figyelembevétele lényegesen javítja-e a befektetési alapok európai piacainak működését és a befektetővédelem szintjét? Prioritásnak kell-e lennie ennek?

4.5.1 Az alapok piacának működését és a befektetővédelmet javítandó nem elég a pénzügyi eszközöket pusztán a termékoldal felől szabályozni. Az EGSZB szerint ahhoz, hogy a befektetők tudatos döntéseket hozhassanak, megfelelően oda kell figyelni igényeikre az alapok elosztásának szakasza során, melyet átláthatóbbá kell tenni.

4.5.2 A befektetőknek szolgáltatott információ valamennyire figyelembe kell hogy vegye a befektetők otthoni környezetét és kultúráját. **Az Európai Unió kibővülése olyan országokkal, melyek 15 évvel ezelőtt még nem vettek részt a piacgazdaságban, felveti azt a kérdést, hogy fenn kell-e tartani az egységes információs normát.** Az EGSZB véleménye szerint mindez megfontolás tárgyát kell hogy képezze annak figyelembe vételével egyrészt, hogy szükség van a lehető legegységesebb és legegyszerűbb szabályozási keretre, másrészt pedig, hogy némely tagországok között még mindig különbségek vannak a gazdasági és pénzügyi kultúra terén.

4.6 6. kérdés: Az alapokat kiskereskedelemben értékesítő vállalatokra vonatkozó üzletviteli szabályok pontosítása jelentősen hozzájárul-e ehhez a célkitűzéshez? Fontolóra kell-e venni egyéb lépéseket?

4.6.1 Az EGSZB szerint az elosztók által követendő „üzleti magatartás” szabályainak tisztázása csak jó lehet. Ugyanakkor nem szabad alábecsülnünk az irányelv nap mint nap történő végrehajtásából adódó, sokszor nehezen megoldható nehézségeket a kockázatkezelés és a jutalékok átláthatóságának terén.

4.6.2 Vegyük csak példaként a benchmark könyvelés technikai feladatát. Ez egészen más jelentést kaphat aszerint, hogy a kitűzött cél a „benchmark túlszárnyalása” vagy a „benchmark elérése”; az átruházási folyamat – melynek során ugyanazokat a technikai eszközöket alkalmazzák – különböző kockázati szintek vállalását jelenti, feltételezve, hogy a benchmark túlszárnyalásához a kezelők számára engedélyezni kell az allokációk változtatását, ami magasabb kockázati fokokkal jár.

4.6.3 Ebben az összefüggésben javasoljuk olyan szabályozások bevezetését, melyek a portfóliós befektetések rotációs módozataiba (és nem pedig azok mennyiségébe) nagyobb átláthatóságot visznek: egyenlő bruttó teljesítmény mellett magasabb rotációs szintek magasabb tranzakciós költséggel járnak, ami az ügyfél számára a nettó teljesítmény csökkenésével jár. Ez különösen égető kérdés, főként ha a tranzakciós költségek egy részét a kezelőknek maguknak kell viselni.

4.7 7. kérdés: Vannak-e olyan külön alap-specifikus problémák, amelyekkel nem foglalkozik a jelenleg zajló – a pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelv üzletviteli szabályainak részletes alkalmazásával kapcsolatos – munka?

4.7.1 A MiFID irányelv fontos szabályozási alapot nyújthat, főként ha az UCITS-ok elosztása magas átláthatósági normáinak elérése a cél.

4.7.2 Ugyanakkor MiFID irányelv nem fektet le átláthatósági szabályokat a kötvények tárgyalásának vonatkozásában, noha az igen homályos lehet. Az EGSZB szerint ezért a MiFID irányelv nem tekinthető olyan eszköznek, mely a UCITS-okra irányadó jogszabályi keret kiegészítését és hiányainak tökéletes pótlását biztosítaná.

4.8 8. kérdés: Az alapok határokon átnyúló összeolvadásának van-e kereskedelmi vagy közgazdasági alapja (nettó előnyök)? Többségükben elérhető-e ezek a célok a nemzeti határokon belüli racionalizálással?

4.8.1 Az európai alapok még mindig viszonylag kis méretűek: 2004-ben 195 millió USD-t tettek ki, szemben az Egyesült Államok 628 millió USD-s értékével ugyanebben az évben. Ez kihatással van a méretgazdaságossági lehetőségekre, ebből kifolyólag a hozamokra, és végül, de nem utolsósorban az alapot kezelő társaság jövedelmezőségére.

4.8.2 Széles körben ismeretes, hogy a gazdasági globalizáció folyamatának egyik pénzügyi hatása az abszolút kockázati szint csökkenése, mely a rendszeres (növekvő) és a specifikus (csökkenő) kockázati szintek kiegyenlítéséhez társul. Bár elfogadott nézet szerint a határokon átnyúló összeolvadások növelhetik a méretgazdaságosságot, mégis csupán olyan termékekre korlátozottan szabad ezeket végrehajtani, ahol az összeolvadás a siker hajtóereje lehet, illetve a kezelt megtakarítások minden olyan ágazatában, ahol a hatékonyság fontosabb az eredményességnél. Ugyanakkor mindazon ágazatokban, ahol hiányzik a eredményesség, az agglomerációból nem származhat haszon.

4.9 9. kérdés: A kívánt előnyöket el lehet érni összevonással (pooling)?

4.9.1 Az összevonásos eszközkezelés egyértelműen méretgazdaságossághoz vezet jellegükben igen hasonló alapok esetén, és már használgák alapkezelő társaságok az alapkezelési hatékonyság növelésére. A határokon átnyúló összevonás esetében ugyanakkor a befektetési alapok az előzőekben tárgyalt, különféle adózási és jogszabályi problémákba ütköznek. Az EGSZB ezért úgy véli, hogy ez nem lehet alternatív eszköze a befektetési alapok ágazatának konszolidációját akadályozó, jogszabályi és intézményi nehézségek megkerülésének.

4.10 10. kérdés: Az alapkezelés és/vagy forgalmazás szintjén elég intenzív-e a verseny annak biztosítására, hogy a befektetők hasznot húzzanak a nagyobb hatékonyságból?

4.10.1 A válasz erre: nem, amint azt az egyesült államokbeli tapasztalatok már megmutatták. A befektetési alapok már hatvan éve jelen vannak az amerikai piacon, ahol ezalatt – a rendelkezésre álló alapok számának és méretének látványos növekedése ellenére – az alapok és befektetők által viselt költségek összességükben véve közel a kétszeresükre nőttek (?). Ez határozottan elégtelen teljesítményhez vezetett a viszonyítási alaphoz képest: míg az 1945–1965 közötti időszak során a viszonyítási alap az alapoknál átlagosan évi 1,7 %-al teljesített jobban, addig 1983–2003 között e különbség növekedett, elérve az évi 2,7 %-ot.

4.11 11. kérdés: Mely előnyök és hátrányok (felügyeleti vagy kereskedelmi kockázatok) erednek másik tagállambeli letétkezelő választásának lehetőségéből? Az átruházási és egyéb megállapodások milyen mértékben teszik szükségletenné a jogszabályi intézkedéseket e kérdésekben?

4.11.1 Annak lehetősége, hogy az alapkezelő társaság székhelyének otthont adó tagállamtól eltérő tagállamban lehessen letétkezelőt választani, növelhetné a letétkezelők közötti versenyt, csökkentve az alap által viselt költségeket.

(?) Bogle J.C. (2005): „The Mutual Fund Industry 60 Years Later: For Better or Worse?” (A kölcsönös segítségnyújtási alapok szektora 60 év múlva: Jobbra vagy rosszabbra számíthatunk?), *Financial Analysts Journal*, január/február

4.11.2 Ez megnövekedett felügyeleti kockázattal is járhatna, amennyiben nincsen elegendő együttműködés és közeledés a szabályozó hatóságok között.

4.11.3 A letétkezelői díjak – bár jelentékenyek – alacsonyabbak az egyéb, például forgalmazási költségeknél. Az EGSZB azt javasolja, hogy a vonatkozó jogalkotási kezdeményezés hasznait és kockázatait óvatosan mérjék fel.

4.12 12. kérdés: Ön szerint a folyamatos, ágazat által vezérelt szabványosítás vezet-e ésszerű határidőn belül eredményekre? Szükséges-e a közszektor beavatkozása?

4.12.1 A szabványosítás, az automatizálás, valamint a rendelésleadás és a számlakiegyenlítés számítógépesítése alapvető előfeltételek, amennyiben a forgalmazóknak bővíteniük kell termékskálájukat, és növelniük kell a versenyt.

4.12.2 Ez azonban a működési és informatikai eljárásokra vonatkozó szabályok és szabványok jelentős módosítását igényelné, ami számottevő költséget okozna a szereplőknek. Szem előtt kell tartani, hogy Európa kontinentális területein az alapkezelő társaságok és a forgalmazók gyakran egyazon csoporthoz tartoznak. Ebben a helyzetben feltételezhetően kevésbé ösztönöztek a szereplők arra, hogy állják a verseny forgalmazási szintű növelésének költségeit. Lehetséges tehát, hogy a közszektor beavatkozása felgyorsíthatná e folyamatot.

4.13 13. kérdés: Fontos-e mindenképpen hagyatkozni a formális befektetési korlátozásokra a magas szintű befektetővédelem biztosításának érdekében?

4.13.1 A kockázatkezelésre vonatkozó szigorú magatartási szabályok hatékonyságáról mindig is hevesen vitatkoztak a gazdasági világban, különösen a Bretton Woods-i árfolyam-megállapodások óta szerzett tapasztalatokból eredő, különböző hasznok fényében. Ez a gazdasági kockázat idővel változó jellegéből ered: rövid távon a fluktuáció a korlátozással szemben kockázatot eredményez, míg hosszú távon épp ellenkezőleg: az is kockázathoz vezet, ha valami mereven változatlan marad, míg a rendszer fejlődik. Ennek eredményeként a formális korlátozások révén bevezetett merevség rövid távon előnyös lenne, hosszú távon azonban jelentős kockázatokat szülne.

4.13.2 Itt megjegyzést kell tennünk a közelmúltban az ún. pénzügyi viselkedés területén készült tanulmányokra vonatkozóan is: az egyes gazdasági szereplők lépéseit és döntéseit egyre erősebben befolyásolja a vonatkozó kockázati szint. A kockázati szint emelkedésével a magatartás egyre reaktívabbá válik, és fordítva; ezért az EGSZB nem támogatja azokat a jogszabályokat, amelyek túlzottan merev rendszert vezetnének be, és amelyek hatása hosszú távon kettős lehetne: az eszközök nagyobb működési kockázatot jelentenének, a gazdasági szereplők reaktivitása pedig csökkenne, aminek végeredménye

még megállapításra vár, azonban bizonyosan negatív lenne. Másrészt viszont a „valódi tőkevesztés” tudata lehetne a leghatásosabb ösztönző erő a tőke védelmére.

4.13.3 E fejlődés további piactorzulást von maga után: arra irányuló várakozások kialakulását, hogy ha a kockázati tényező kedvező eredményt hoz, a befektető haszonra tesz szert, míg ha kedvezőtlen eredményre vezet, akkor ezt „elnyeli” a piac.

4.14 Ön szerint az óvintézkedések az alapkezelő társaság vagy a letétkezelő szintjén eléggé megalapozottak ahhoz, hogy kezelni tudják az UCITS-ok kezelése és igazgatása során felmerülő kockázatokat? Ön szerint milyen más intézkedések jöhetnek szóba a befektetővédelem magas szintjének fenntartásához?

4.14.1 Az EGSZB rövid távú beavatkozást javasolna, esetleg szigorú, formális szabályok bevezetésével, azonban kizárólag a kartellek megszüntetésének céljával; amennyiben ez megtörténne, a piac érettebbé válna, és így többé nem lenne szükség szigorú korlátozásokra. A számvitel különösen jelentős terület: túl gyakran fordul elő ugyanis, hogy a számviteli kötelezettségekből eredő időkeretek egyáltalán nem állnak összhangban a termékfinanszírozás időkereteivel (túl rövidek), és ezért a könyvelés csupán kevésbé tanúskodik egyes befektetések időleges diverzifikációjáról.

4.14.2 A befektetővédelem növelése érdekében az EGSZB **különleges garanciaalap** felállításának megfontolását javasolja, amelynek összegéhez a felügyeleti hatóságok által kirótt büntetések is hozzájárulhatnak. A fenti alapnak természetesen nem szabad az UCITS-befektetésekből eredő piaci kockázatokat fedeznie; azon befektetők kártalanítására kell, hogy szolgáljon, amelyeket veszteség ért, amikor a közvetítők nem tartották be a játékszabályokat.

4.15 15. kérdés: Vannak-e olyan esetek, amelyek a befektetői választás torzulását eredményezik, és amelyek az európai és/vagy nemzeti politikai döntéshozók külön figyelmét igénylik?

4.15.1 A befektetési alapok olyan pénzügyi termékekkel versenyeznek, mint például a befektetési egységekhez kötött biztosítási kötvények, amelyeket a befektetők hasonlóan érzékelnek annak ellenére, hogy azokra igen eltérő jogszabályi keret vonatkozik.

4.15.2 Ez torzíthatja a befektetői választást, és negatív hatással lehet az érintett befektetések költség- és kockázati szintjére. Az EGSZB úgy véli, hogy e problémát nem lehet korlátozott versennyel vagy a befektetési alapokra előírt korlátozások és garanciák könnyítésével kezelni. Ehelyett a szabványok felfelé igazítását javasolnánk, hogy a befektetési alapok közvetlen alternatívájaként érzékelt pénzügyi termékekre a fenti alapokra vonatkozó szabályozási követelményekhez hasonló követelmények legyenek érvényesek.

4.16 16. kérdés: A szabályozási széttagoltság problémái milyen mértékben eredményeznek piacra jutási problémákat, amelyek a) a magántőke alapok; b) a fedezeti alapok és a fedezeti alapok alapjainak közös EU-szintű megközelítését igénylik?

4.16.1 Az e kérdésben szereplő fogalmak és az előző kérdés által felvetett téma tisztázásához az alábbi bevezetést kell válaszukhoz nyújtanunk. **Az Európai Bizottságnak tisztáznia kell az általa az átruházható értékpapírokra adott meghatározást.** A tisztázásra azért van szükség, hogy eloszlassa a kételyeket arra vonatkozóan, hogy a **fogalom likvid eszközt takar-e.** Úgy tűnik, hogy az Európai Bizottság e két fogalmat szinonimaként használja, mivel arra törekszik, hogy az átruházható értékpapírok fogalmát megfossza az olyan mellékjelentésektől, amelyek szerint ezen értékpapírok alternatív befektetési formaként vagy az UCITS-ok helyettesítésére szolgálhatnak. Úgy véljük, hogy e félreértés komoly következményekkel járhatna, mivel két meglehetősen különböző pénzügyi fogalom: a hatékonyság és a teljesség összekeveréséhez vezethetne.

4.16.2 **A pénzpiacok akkor hatékonyak, ha viselni tudják a befektetési tranzakciós költségeket;** a pénzpiacok akkor teljesek, amikor valamennyi lehetséges befektetést magukban foglalják.

4.16.3 A magántőke alapokat és a fedezeti alapokat elsődlegesen eredményességük (a legjobb befektetések kiválasztására irányuló képességük) alapján kell megítélni, és csak másodszorban hatékonyságuk (a költségekkel kapcsolatos méretgazdaságosság elérésére való képességük) alapján. Ebből következően az alapok méretének kérdése kevésbé lényeges: így az eredményességgel összefüggő problémák (a piacon való gyors mozgásra való képesség, a teljesítmény befolyásolása nélkül) és a rendszerkockázat visszaszorítása (lásd az LTCM alap 1998. évi megmentését) arra engednek következtetni, hogy lehetőleg nem kellene ösztönözni az alapok méretének túlzott növekedését.

4.17 17. kérdés: Állnak-e fenn egyedi (befektető-védelmi vagy piastabilitási szempontú) kockázatok a magántőke vagy a fedezeti alapok tevékenységeivel kapcsolatosan, amelyek külön figyelmet igényelnek?

4.17.1 E befektetések jellemző vonása – a kifizetési kockázaton kívül – a jelentős **információs kockázat.** Helyénvaló szabályozni e kockázatot, különösen a csalás kockázatának csökkentése érdekében, azonban hiba volna túlzottan nagy mértékű csökkentésére törekedni. Ugyanis amennyiben ezek az alapok teljesen átláthatóvá kellene hogy váljanak, akkor fennállna annak a veszélye, hogy nem érvényesül a kezelői szaktudás, amely valójában elősegíti a piaccal csupán kis mértékben összefüggő hozamok termelését.

4.17.2 Az EGSZB véleménye szerint a továbbvezető út nem egy összetett folyamat tisztázására irányuló, utópisztikus kísérlet kell, hogy legyen, hanem inkább az „átlagos” befektető tájékoztatása arról, hogy az alternatív befektetések igen specifikus szaktudást igényelnek, amelynek hiányában szaktanácsadásra van szükség.

4.18 18. kérdés: A zártkörű kibocsátás közös rendszere milyen mértékben segíthetné leküzdeni az alternatív befektetések – minősített befektetőknek történő, határokon átnyúló – felkínálásának korlátait? A forgalmazási és értékesítési folyamat e pontosítása végrehajtható-e az alapkezelői stb. szintű kísérő intézkedésektől függetlenül?

4.18.1 A zártkörű kibocsátás közös rendszerének minősített befektetők számára való létrehozása jelentősen ösztönözhetné a magántőke alapok fejlődését az Európai Unióban.

4.18.2 A minősített befektetőknek – a fogalom lényegénél fogva – rendelkezniük kell a nagy kockázatú befektetések megtételéhez (például a magántőke terén) szükséges szaktudással és eszközkezelési képességekkel. Fel kell tehát tételezni, hogy képesek felmérni a kezelők képességét és hitelességét. Sőt, mivel a magántőke alapok a kockázat tényleges diverzifikációját nyújtják, ezért nem válhat szükségessé semmilyen kísérő intézkedés, amely a kezelőtársasági tevékenység túlszabályozásához vezethetne.

4.19 19. kérdés: A jelenlegi termék alapú és normatív UCITS jogszabályok hosszú távon biztosítják-e a befektetési alapok kellőképpen felügyelt és integrált európai piacának életképes alapját? Milyen feltételek mellett, vagy melyik fázisban kellene elmozdulni egy alapelvek által vezérelt, kockázati alapú szabályozás irányába?

4.19.1 Több példát is láthatunk a jelenlegi megközelítés hiányosságaira. Például a tőzsdén forgó alapok (ETF), amelyek az alapok előnyös jellemzőit (jelentős diverzifikáció) ötvözik a részvények kedvező tulajdonságaival (bármikor értékesíthetők a piacon). Az irányelv ösztönzi a fenti eszköz használatát azáltal, hogy lehetővé teszi, hogy (UCITS-státusza alapján) az európai útlevelel előnyeit élvezze. Másrésztől korlátozásokat ír elő egy másik, európai útlevelel rendelkező UCITS számára, mivel azt így részjegyként kezelnék.

4.19.2 Többek között az alternatív befektetési gondolkodásmód fényében, továbbá annak fontosságát figyelembe véve, hogy a termékefinanszírozásra való kizárólagos összpontosítás helyett a szolgáltatásfinanszírozásra is súlyt kell helyezni, az EGSZB úgy véli, hogy örömdetes lenne lépést tenni az alapelvek által vezérelt szabályozás felé. Az EGSZB ugyanakkor úgy véli, hogy a jogszabályi keret áttekintését fokozatosan kell végezni, és kísérletet kell tenni a megfelelő egyensúly megtalálására a kellően hosszú konzultációs idő biztosítása és az áttekintés mielőbbi befejezése között.

5. Jövőbeli kihívások

5.1 Amint láthattuk, **az európai UCITS-rendszer továbbra is széttagoltnak tűnik,** az USA-hoz viszonyítva kis méretű vállalkozásokkal és láthatólag változatlanul lassú határokon átnyúló együttműködéssel és forgalommal. Ez valószínűleg nem tesz lehetővé számottevő méretgazdaságosságot vagy – ez alapján – költségcsökkentést.

5.2 Ráadásul eltűnt a zöld könyvben ⁽³⁾ is kifejezett aggodalom az UCITS által megszerezhető eszközök definícióját illetően, az UCITS-jogszabályok arra kényszerítik az alapokat, hogy elsősorban likvid pénzügyi eszközökbe fektessenek be, ez megakadályozná a szabályozatlan piacokon való jelenlétet.

5.3 **Tanácsos lenne tehát megfontolni a magántőke-műveletek lehetővé tételét.** Ez összhangban állna azzal a törekvéssel, hogy a KKV-tőke előtt megnyissák a kockázattőke-műveletek és így a magántőke lehetőségét.

5.4 Az európai gazdasági rendszert **kis- és középvállalkozások** jellemzik erőteljesen, amelyek **gyakran alultőkésítették**, mivel többnyire bankokhoz folyamodnak.

5.5 Ezt az alultőkésítettséget **sokszor túlzott – különösen rövid lejáratú hitelekkel eredő – eladósodottság kíséri**, nagy mértékű kereskedelmi adóssággal és hitellel, ahhoz a tényhez kapcsolódóan, hogy egy adott iparág vállalkozásai nagymértékben függenek egymástól. Ez a családi kapitalizmusra jellemző tulajdonság következménye is, amelynek esetében a vállalkozó eszközei és a cég tőkéje gyakran összekapcsolódnak.

5.6 Ezek az üzleti problémák, valamint annak szükségessége, hogy általánosabb, a „termelési rendszerrel” kapcsolatos célkitűzéseket érjenek el uniós szinten, elengedhetetlenné teszik, hogy a KKV-k által tapasztalt pénzügyi problémákra megoldások szülessenek. Három ilyen célkitűzés létezik, amelyek az alábbiakban foglalhatók össze:

- támogatni a vállalkozói kultúrát, amely megnyithatja a KKV-tőke számára a harmadik felektől és pénzügyi szervezetektől származó kockázati tőke lehetőségét;
- támogatni az innovációt mint a versenyképesség eszközét a globális piacokon;
- támogatni az üzletfolytonosságot (és az öröklést), amelyet olyan folyamatnak tekintenek, amelynek nem szabad „folytonosságihiányt” okoznia, mivel az veszélyeztetné a vállalkozás életét.

5.7 Az EGSZB reményét fejezi ki, hogy a fenti megfontolások alapján az európai uniós törvényhozó kiterjeszti figyelmét a magántőke jelentős területére, bár a kockázati tőke továbbra is alulfejlett Európában.

5.8 Az EGSZB ezenkívül úgy véli, hogy a befektetési alapok szabályozási keretéről jelenleg folyó vitának arra is lehetőséget kell nyújtania, hogy **közelebbről megvizsgálják a társadalmilag felelős pénzügyi irányítás fejlesztését, amely nem áldozza fel a társadalmi fejlődést és a környezetvédelmi ügyeket a haszon érdekében.** 2003-ban az etikus befektetési alapok az európai UCITS-ok által kezelt eszközök összességének körülbelül 0,37 %-át tették ki ⁽⁴⁾. Összehasonlítást

végezve az amerikai piaccal, ahol azonos időszakban az UCITS-ok által kezelt eszközök összességének 11,3 %-a etikus befektetési alapokhoz tartozott, láthatjuk, hogy a társadalmilag felelős pénzügyi irányítás továbbra is igen nagy növekedési potenciállal rendelkezik Európában.

5.9 A társadalmilag felelős pénzügyi irányítás fejlődésének meggyorsítása érdekében a tagállamok adózási ösztönzők bevezetését tervezhetik, amelyek magukban foglalják az e befektetésekből származó jövedelem részleges adómentesítését, olyan – néhány tagállamban már bevezetett – gyakorlat alapján, amely lehetővé teszi a társadalmilag hasznos szervezeteknek juttatott önkéntes támogatásoknak az adóból való leírását. Ezenkívül adókedvezményeket kellene lehetővé tenni az alapok nyereségének társadalmilag hasznos szervezetekbe újra befektetett részére vonatkozóan.

5.10 A javaslat újító jellegét figyelembe véve az EGSZB reményét fejezi ki, hogy a javaslatot részletesen megvitatják majd, és megvalósíthatósági tanulmányt készítenek arról a jelenlegi bevált gyakorlat fényében.

5.11 A közép- és hosszú távú kihívások főként az alábbiak:

- áttekinteni a pénzügyi innováció által szükségszerűen „létrehozott”, új termékeket, különösen az alternatív befektetéseket, amelyek egyre inkább nélkülözhetetlenek az „innováció finanszírozásához” a KKV-k számára;
- megoldani a túlzottan kis méretű – és ezért versenyképtelen működési költségekkel küzdő – európai alapok által felvetett problémákat, többek között egyesülések révén, ugyanakkor elősegíteni az információs és elemzési piac „áttörését”;
- valamint „teljessé tenni” a piacot a „termékfinanszírozás” és a „szolgáltatásfinanszírozás” szabályozásával.

5.12 A szükséges szabályok mellett a kockázatokra és a kapcsolódó termékekre vonatkozó, megfelelő információ, továbbá a kezelői hitelesség a tranzakciós összegek és feltételek kapcsán mind olyan tényezők, amelyek révén a piacon bizalom, korrektség és magatartási szabályok születhetnek. Ezek a piaci hatékonyságnak és az erőforrás-elosztás eredményességének döntő tényezői.

5.13 Fentiekből eredően, az adózási szabályok harmonizációja, az egyesülések ösztönzése, az alapok közös kezelésének (pooling) elősegítése, a termékek és szolgáltatások kezelése és forgalmazása terén megvalósuló verseny ösztönzése, a széttagolt jegyzési és térítési eljárásokkal összefüggő, magas „tranzakciós költségek” elkerülése, valamint az arra irányuló kíváncsi megfigyelése, hogy az alapkezelő és a letétkezelő ugyanahhoz a tagállamhoz tartozzon, mind növelni fogják a piaci működés hatékonyságát és eredményességét.

Brüsszel, 2006. március 15.

az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság

elnöke

Anne-Marie SIGMUND

⁽³⁾ COM(2005) 314 final, 5. o., 4. pont.

⁽⁴⁾ Sustainable Investment Research International (SiRi) Group