



KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN

Brüssel, den 12.7.2005
KOM(2005) 314 endgültig

GRÜNBUCH

**AUSBAU DES EUROPÄISCHEN RAHMENS
FÜR INVESTMENTFONDS**

(SEK(2005) 947)

(von der Kommission vorgelegt)

GRÜNBUCH

AUSBAU DES EUROPÄISCHEN RAHMENS FÜR INVESTMENTFONDS

Einleitung

Das Investmentfondsgewerbe ist innerhalb von zehn Jahren zu einem der wichtigsten Akteure auf den europäischen Kapitalmärkten geworden. Diese Fonds mobilisieren die Sparaufkommen der privaten Haushalte und führen sie produktiven Anlagen zu. Die europäische Fondsindustrie verwaltet derzeit über 5 Bio. EURO an Vermögenswerten. Mit diesem Grünbuch sollen die Auswirkungen der europäischen Rechtsvorschriften bewertet werden, die erlassen wurden, um die Entwicklung des geläufigsten Typs an Investmentfonds auf dem europäischen Markt voranzutreiben, und zwar des OGAW. Die OGAW machen mehr als 70% der von der Fondsbranche verwalteten Vermögenswerte aus.

Was sind OGAW?

OGAW (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) sind speziell gebildete gemeinsame Wertpapierbestände, die ausschließlich der Anlage von Vermögenswerten dienen, die bei den Anlegern aufgebracht wurden. Gemäß der OGAW-Richtlinie¹ unterliegen die OGAW-Anlagepolitik und die entsprechenden Verwaltungsgesellschaften einer Zulassung, die an spezifische Anforderungen geknüpft ist. Mit den OGAW-Rechtsvorschriften soll ein bestimmtes Niveau an Anlegerschutz gewährleistet werden. Dieses wird durch strenge Anlagebeschränkungen, Kapital- und Offenlegungsanforderungen sowie durch die Verwahrung von Vermögenswerten und eine Beaufsichtigung der Fonds bewerkstelligt, die von einer unabhängigen Verwahrstelle vorgenommen wird. Die OGAW profitieren vom „Europäischen Pass“, (einmalige Zulassung), der es ihnen gestattet, vorbehaltlich einer Anzeige den privaten Anlegern in allen EU-Mitgliedstaaten angeboten werden zu können, sofern sie zuvor in ihrem Herkunftsmitgliedstaat zugelassen wurden.

Die meisten Interessenvertreter vertreten die Auffassung, dass die OGAW-Rechtsvorschriften besser funktionieren könnten. So könne beispielsweise das volle Potenzial des Fondsgewerbes europaweit nicht richtig ausgeschöpft werden. Auch verfüge es nicht über die Flexibilität, die erforderlich ist, um den Anforderungen sich rasch verändernder Finanzmärkte gerecht zu werden. Allerdings bestehe derzeit auch keine zwingende Notwendigkeit für eine grundlegende Überarbeitung der Rechtsvorschriften. Vielmehr sollten die Möglichkeiten des aktuellen Rechtsrahmens besser genutzt werden. In diesem Grünbuch werden deshalb Mittel und Wege aufgezeigt, wie die Fondsindustrie kurz- bis mittelfristig erfolgreich weiter ausgebaut werden kann. Ausgangspunkt sind die bestehenden Rechtsvorschriften unter gleichzeitiger Wahrung des erforderlichen hohen Anlegerschutzniveaus. Im Anhang zum Grünbuch sind die derzeit geplanten Schritte zusammengefasst. Die Priorität dieser Initiativen für die nächsten zwei Jahre sollte jedoch weiteren Überlegungen über ehrgeizigere

¹ Richtlinie 85/611/EWG vom 20. Dezember 1985 (ABl. L 375, 31.12.1985, S. 3), geändert u.a. durch die Richtlinien 2001/107/EG ("Verwaltungsgesellschaft-Richtlinie") vom 21. Januar 2002 (ABl. L 41 vom 13.2.2002, S. 20) und 2001/108/EG ("Produkt-Richtlinie") vom 21. Januar 2002 (ABl. L 41 vom 13.2.2002, S. 35), beide im Text als OGAW III bezeichnet.

Maßnahmen nicht entgegen stehen, die zur Gewährleistung einer effizienten Arbeitsweise der europäischen Fondsgewerbes und eines hohen Anlegerschutzes erforderlich werden könnten.

Sozioökonomische Herausforderungen lassen eine Überarbeitung gerade zu diesem Zeitpunkt als willkommen erscheinen. Das europäische regulatorische Umfeld sollte die Fondsbranche in die Lage versetzen, solide strukturierte und gut verwaltete gemeinsame Anlagen zu entwickeln, die möglichst hohe Renditen erzielen und gleichzeitig mit der Kapitalkraft und dem Risikowillen des einzelnen Anlegers übereinstimmen, wobei letzterem alle Informationen zu übermitteln sind, die er für die Bewertung der Risiken und Kosten benötigt. Integrierte und effiziente europäische Märkte für Investmentfonds sind von strategischer Bedeutung: So können sie in erheblichem Maße zum Aufbau einer angemessenen Altersvorsorge beitragen; sie lenken Sparaufkommen in produktive Anlagen und sie können eine treibende Kraft für eine solide Corporate Governance sein.

Die in diesem Dokument vorgenommene Analyse stützt sich auf den Bericht der Sachverständigengruppe für Vermögensverwaltung, der im Mai 2004 veröffentlicht wurde, sowie auf nachfolgende Diskussionen mit den Mitgliedstaaten, den CESR-Mitgliedern sowie mit Marktteilnehmern. Diese Konsultationen und die detaillierte Analyse der Funktionsweise der OGAW-Rechtsvorschriften, die von den Kommissionsdienststellen² vorgenommen wurde, haben eine Reihe von Fragen aufgeworfen, die nach Auffassung der Kommission ausführlich öffentlich debattiert werden sollten. Dieses Grünbuch stellt den ersten Beitrag der Kommission zu dieser Debatte dar.

1. ALLGEMEINE BEWERTUNG

Mit der OGAW-Richtlinie wurde ein erster wichtiger Schritt in Richtung auf integrierte und wettbewerbsfähige europäische Märkte für Investmentfonds gemacht. 28.830 OGAW-Fonds verwalten 4 Bio. EUR. Die OGAW genießen sowohl innerhalb als auch außerhalb der EU eine hohe Marktanerkennung.

In den letzten fünf Jahren hat sich die Verwendung des "Europäischen Passes" (einmalige Zulassung) für OGAW-Produkte mehr als verdoppelt. 16% der OGAW sind echte grenzüberschreitende Fonds und ziehen einen wachsenden Teil der Anlagen an. Allerdings beginnen grenzübergreifende OGAW erst jetzt damit, auf den Märkten der Aufnahmeländer eine bedeutende Rolle zu spielen.

Unter dem Aspekt der globalen Markteffizienz wird das Potenzial der Branche noch nicht voll genutzt. Marktbestimmend sind nach wie vor Fonds von suboptimaler Größe. So sind europäische Fonds durchschnittlich fünfmal kleiner als ihre durchschnittlichen US-amerikanischen Kontrahenten. Folglich kann die Fonds-Branche die Größenvorteile nicht voll nutzen, was für die Anleger eine Minderung ihrer Nettorendite bedeutet.

Aus der Sicht des Anlegerschutzes kam es noch zu keinen bemerkenswerten Finanzskandalen, an denen OGAW beteiligt gewesen wären. Die OGAW-Richtlinie hat vielmehr eine solide Basis für eine gut regulierte Fondsbranche geschaffen. Die jüngsten Entwicklungen des Sektors verändern aber allmählich das Risikoprofil des Fondsgeschäfts. Die Auslagerung operationeller Funktionen bzw. Tendenzen zu „open-architecture“ können zu einem erhöhten

² Veröffentlicht als ein Arbeitsdokument der Kommissionsdienststellen.

operationellen Risiko oder Interessenkonflikten führen. Neue Fonds-Typen, die sich auf kompliziertere Anlagestrategien stützen, könnten Charakteristika enthalten, die von den privaten Anlegern u.a. nicht gut verstanden werden. Auch sind die möglichen Auswirkungen alternativer Anlagestrategien auf den Anlegerschutz und die Finanzstabilität noch schwer abzuschätzen. Ersatzprodukte wie fondsgebundene Produkte oder Zertifikate treten mit den OGAW in Bezug auf die Anlage langfristiger Sparerträge in Konkurrenz. Allerdings unterliegen die erstgenannten nicht unbedingt dem gleichen Grad an Offenlegung und Transparenz.

In diesem Grünbuch wird nun untersucht, wie der OGAW-Rahmen seine Ziele vor dem Hintergrund eines sich verändernden Umfelds erfüllt.

2. AUSNUTZUNG DES POTENZIALS DER VORHANDENEN RECHTSVORSCHRIFTEN

2.1. Prioritäre Maßnahmen

Im Januar 2002 wurde die ursprüngliche OGAW-Richtlinie in mehreren wichtigen Punkten geändert. Mit der sogenannten „Produkt“-Richtlinie wurde das Spektrum der Vermögenswerte ausgedehnt, in die OGAW investieren können. Die „Verwaltungsgesellschaft“-Richtlinie baute die Eigenkapital- und Organisationsanforderungen für die Verwaltungsgesellschaften aus. So führte sie den Pass für Dienstleistungen sowie ein neues Offenlegungsdokument ein, und zwar den vereinfachten Prospekt. Seit dem Inkrafttreten dieser Richtlinien im Februar 2004 sind Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten aufgetreten, was die Auslegung und die Umsetzung der geänderten Bestimmungen betrifft. Die Fonds stoßen beim Gebrauch des Produktpasses nach wie vor auf Probleme.

In den jüngsten Monaten bestand die oberste Priorität darin, den OGAW-„Pass“ zu konsolidieren und detailliertere Anhaltspunkte für Anlegerschutzmaßnahmen zu geben. Diesbezüglich kommt dem Beitrag der CESR-Sachverständigengruppe für Vermögensverwaltung eine entscheidende Rolle zu. Die gute Zusammenarbeit mit den nationalen Aufsichtsbehörden und deren Engagement im Rahmen des CESR³ ist von ausschlaggebender Bedeutung bei der Suche nach pragmatischen Lösungen für die Umsetzungsprobleme.

Diese Arbeiten werden auch in Zukunft fortgesetzt werden und werden sich auf folgende Aspekte konzentrieren:

1. Beseitigung der Unsicherheit betreffend die Anerkennung der Fonds, die während der Übergangsphase von OGAW I nach OGAW III aufgelegt wurden. Die CESR-Leitlinien haben dazu beigetragen, die Unsicherheit hinsichtlich der Behandlung der Fonds, die der Bestandsschutzklausel unterliegen (‘grandfathered funds’), zu beseitigen. Von daher ist es äußerst wichtig, dass diese Leitlinien wahrheitsgetreu umgesetzt werden, so dass eine reibungslose Funktionsweise des Passes gewährleistet ist.
2. Vereinfachung des Anzeigeverfahrens für Fonds, die den „Europäischen Pass“ in Anspruch nehmen: Der Inhalt, die Komplexität und die Länge des Anzeigeverfahrens sind von einem Mitgliedstaat zum anderen sehr unterschiedlich. Folglich müssen

3

Infolge des Kommissionsbeschlusses 2001/527/EG vom 6. Juni 2001 (ABl. L 191 vom 13.7.2001, S. 43).

diese Verfahren rationalisiert und praktische Mechanismen für die Lösung der Probleme gefunden werden, die in den Anwendungsbereich der derzeitigen Zuständigkeiten fallen. Dies dürfte auch eine Verbesserung der Zusammenarbeit zwischen den Verwaltungen voraussetzen, um eine Anfechtung der Zulassung durch die Herkunftslandbehörde zu vermeiden. CESR hat bereits damit begonnen, die Konvergenz zwischen den Aufsichtsbehörden in diesem Bereich auszubauen.

3. Förderung der Umsetzung der Empfehlungen der Kommission zur Verwendung von Derivaten und des vereinfachten Prospekts: Damit sollen insbesondere die standards für das Risikomanagement und die Gebührentransparenz verbessert werden. Eine erste Analyse, die sich auf eine Überprüfung von CESR stützt, zeigt, dass - von einigen Ausnahmen einmal abgesehen - die nationalen Behörden zur Anwendung dieser Leitlinien übergegangen sind. In Anbetracht der Bedeutung dieser Fragen wird sich die Kommission für weitere Fortschritte in so wichtigen Bereichen wie die Offenlegung von Provisionen und Gebühren einsetzen.
4. Klärung der Definition der Vermögenswerte, die von einem OGAW erworben werden können: Einer der Eckpfeiler der OGAW-Rechtsvorschriften besteht darin, dass die Fonds in erster Linie in liquide Finanzinstrumente investieren sollten. OGAW III hat Spielraum für verschiedene Auslegungen dahingehend gelassen, ob bestimmte Kategorien von Finanzinstrumenten von OGAW erworben werden sollten oder nicht. Rechtlich verbindliche Klarstellungen über die Anerkennungsfähigkeit von Vermögenswerten werden von der Kommission Anfang 2006 im Hinblick auf Artikel 53 Buchstabe a vorgelegt werden.

Frage 1 : Wird mit den oben genannten Initiativen ausreichend Rechtssicherheit für die Umsetzung der Richtlinie geschaffen?

Frage 2 : Bestehen weitere Bedenken hinsichtlich der alltäglichen Umsetzung der Richtlinie in die Praxis, die prioritär behandelt werden sollten?

2.2. Bessere Nutzung des derzeitigen Rahmens

Kann der bestehende EU-Rechtsrahmen weiter entwickelt werden, um einige der wichtigsten strukturellen Herausforderungen angehen zu können, mit denen sich die europäische Fonds-Branche konfrontiert sieht, und um insbesondere die Wettbewerbsfähigkeit verbessern und eine Antwort auf die sich verändernde Nachfrage von Seiten der Anleger zu geben? Zwei wichtige Bereiche, in denen Arbeiten auf der Grundlage des bestehenden Rechtsrahmens aufgenommen werden können, wurden dabei abgesteckt.

2.2.1. „Europäischer Pass“ für Verwaltungsgesellschaften

Die Möglichkeit für Fondsverwaltungsgesellschaften, OGAW zu errichten und zu betreiben, die in anderen Mitgliedstaaten domiziliert sind, wird von einigen Segmenten der Branche als Mittel auf dem Weg zu einer größeren Effizienz und einer besseren Spezialisierung beim Portfoliomanagement und bei der Fondsverwaltung angesehen. Die „Verwaltungsgesellschaft“-Richtlinie enthält diesbezüglich Hinweise für OGAW des Gesellschaftstyps. In Anbetracht der Mehrdeutigkeiten und der Unvollständigkeit dieser Richtlinie wurden diese Möglichkeiten jedoch nicht in die Tat umgesetzt. Insbesondere wurden Bedenken dahingehend geäußert, dass eine Aufteilung der Beaufsichtigung des Fonds und seiner Verwaltungsgesellschaft zwischen zwei Jurisdiktionen die Wirksamkeit der Risikokontrollen und den Anlegerschutz beeinträchtigen könnten. Bevor weitere Schritte in diese Richtung unternommen werden, möchte die Kommission eingehender prüfen, inwiefern

der „Europäische Pass“ für Verwaltungsgesellschaften weitere bedeutende wirtschaftliche Möglichkeiten schafft und inwiefern damit einhergehende aufsichtliche Bedenken besser identifiziert werden können. Auf der Grundlage der Antworten auf dieses Grünbuch wird die Kommission in ihrem Folgebericht Anfang 2006 mitteilen, ob und wie der „Europäische Pass“ für Verwaltungsgesellschaften in die Praxis umgesetzt werden kann.

Frage 3 : Würde ein wirksamer „Europäischer Pass“ für Verwaltungsgesellschaften zu weiteren bedeutenden wirtschaftlichen Vorteilen gegenüber den bisherigen Delegationsvereinbarungen führen? Geben Sie bitte Ihre Datenquellen und das wahrscheinliche Ausmaß des erwarteten Nutzens an.

Frage 4 : Würde eine Aufteilung der aufsichtlichen Zuständigkeit für die Verwaltungsgesellschaft und den Fonds zwischen den Jurisdiktionen zu zusätzlichen operationellen Risiken oder aufsichtlichen Bedenken führen? Bitte beschreiben Sie die Ursachen des Problems und Mittel und Wege für eine wirksame Handhabung dieser Risiken.

2.2.2. *Vertrieb und Verkauf von Fonds und Werbung für ihre Anteile*

Ein zweiter Bereich, in dem es der Klarstellung bedarf, ist die Art und Weise, wie OGAW einzelnen Anlegern angeboten oder verkauft werden bzw. wie für sie geworben wird. Mit immer komplexeren Produkten konfrontierte Anleger benötigen eine bessere und benutzerfreundliche Offenlegung von Wertentwicklungen und Gebühren. Auch besteht eine immer stärkere Nachfrage nach den zweckmäßigsten und leistungsfähigsten Produkten. Aber die Angebotsseite verändert sich ebenfalls. So öffnen die Banken allmählich ihre Netze für Drittfonds, um sich selbst auf ihre Kernkompetenzen konzentrieren und Kunden anziehen zu können, die das "beste Produkt auf dem Markt" suchen. Schließlich stellt das Vertriebsende in der Wertschöpfungskette ein bedeutendes Kostenzentrum für die europäische Fondsbranche dar (insbesondere im grenzüberschreitenden Bereich). Der Wettbewerb und die Transparenz beim Vertrieb von Fondsanteilen könnten nützlicherweise den Interessen des Endanlegers zu Gute kommen. So sollten beispielsweise die Bedingungen, unter denen ein Produkt sich legitimerweise als "garantierter Fonds" bezeichnen darf, ebenfalls geklärt werden, um die Risiken eines missbräuchlichen Verkaufs zu vermeiden.

Die unlängst angenommene Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente⁴ ("Markets in financial instruments"-Directive / MIFID) könnte sich als ein nützlicher „Werkzeugkasten“ erweisen, wenn es darum geht, alle Vorsorgeverpflichtungen, Risikowarnungen oder sonstigen Verpflichtungen abzuklären, die eine Wertpapierfirma einem Kunden schuldet, der in einen OGAW investieren möchte. Auch könnte diese Richtlinie eine Basis für die Verbesserung der Transparenz des Vertriebsprozesses darstellen, indem ihre Bestimmungen über die Handhabung und die Offenlegung von Interessenkonflikten und über die „bestmögliche Ausführung (von Kundenaufträgen)" zu Grunde gelegt werden.

In einer ersten Phase werden die Kommissionsdienststellen über die Grenze zwischen dem Vertrieb von OGAW und den Verkauf- bzw. Beratungsdienstleistungen für Fondsanleger nachdenken. In einer zweiten Phase wird mittels einer „Lücken-Analyse“ ermittelt werden, ob die Rechtsvorschriften in Level 2, mit denen die Wohlverhaltensregeln und andere einschlägige MIFID-Bestimmungen umgesetzt werden, eine ausreichende und wirksame Basis für die Vermittlungstätigkeiten im Bezug auf Investmentfonds darstellen. Allerdings müssen diesbezüglich erst die Level 2-Vorschriften zum Abschluss gebracht werden.

4

Richtlinie 2004/39/EG vom 21. April 2004 (ABl. L 145 vom 30.04.2004, S. 1) über Märkte für Finanzinstrumente.

Frage 5 : Werden eine größere Transparenz, Vergleichbarkeit und Beachtung der Anlegerbedürfnisse beim Fondsvertrieb die Funktionsweise der europäischen Investmentfondsmärkte und das Niveau des Anlegerschutzes wesentlich verbessern? Sollte dies eine Priorität sein?

Frage 6 : Wird eine Klärung der Wohlverhaltensregeln für Wertpapierfirmen, die die Fondsanteile bei den Anlegern vertreiben, deutlich zu diesem Ziel beitragen? Sollten weitere Schritte (verstärkte Offenlegung) ins Auge gefasst werden?

Frage 7 : Gibt es bestimmte fondsspezifische Themen, die von den laufenden Arbeiten auf dem Gebiet der detaillierten Umsetzung der MIFID-Wohlverhaltensregeln nicht abgedeckt sind?

3. ÜBER DEN BESTEHENDEN RECHTSRAHMEN HINAUS – LANGFRISTIGE HERAUSFORDERUNGEN

Die europäische Fondsbranche sieht sich derzeit mit grundlegenden strukturellen Veränderungen konfrontiert, die nachhaltige Auswirkungen haben: kontinuierliche Innovation der Anlagestrategien und -produkte; neue Formen von Geschäftsmodellen; Auftreten spezialisierter Dienstleister; sich im Fluss befindende Vertriebssysteme und anspruchsvollere Anleger. Europa muss sicherstellen, dass der OGAW-Rahmen eine funktionsfähige Basis für den erfolgreichen Ausbau des Fondsgewerbes auf lange Sicht bei gleichzeitiger Gewährleistung eines hohen Anlegerschutzniveaus darstellt. Das regulatorische Umfeld sollte die Branche in die Lage versetzen, attraktive und solide verwaltete Produkte anzubieten, die den Bedürfnissen der Anleger eher entgegen kommen. Im folgenden Abschnitt wird über die Mittel und Wege diskutiert, mittels deren der europäische Rechtsrahmen stärker zu diesem Ziel beitragen kann. Gedacht wird dabei an einen europaweiten Rahmen zur Verwirklichung von Kosteneinsparungen und Synergien auf grenzübergreifender Basis, an die Wahrung des Verbrauchervertrauens, an die Vermeidung unnötiger Wettbewerbsverzerrungen zwischen Ersatz-Anlageprodukten sowie an die Förderung der nachhaltigen Entwicklung von alternativen Anlagen innerhalb der Gemeinschaft. Weitere Fortschritte im Hinblick auf diese Ziele können jedoch nicht innerhalb des bestehenden Rahmens erzielt werden. Gefordert sind vielmehr in einigen Fällen möglicherweise weitreichende Anpassungen oder Ausweitungen der bestehenden OGAW-Rechtsvorschriften. Die vorliegende Überprüfung der OGAW-Richtlinie bietet deshalb die Gelegenheit, darüber nachzudenken, ob und wie einige dieser weiter gefassten Themen in den EU-Rechtsrahmen langfristig integriert werden könnten.

3.1. Schritte auf dem Weg zur Entwicklung einer kostenwirksam arbeitenden Branche

Die Existenz zu vieler kleiner Fonds hindert die EU-Branche daran, voll von Größenvorteilen zu profitieren.

1. Die Sachverständigengruppe für Vermögensverwaltung u.a. haben eine stärkere Konsolidierung des Sektors mittels grenzübergreifender Fusionen von Fonds als eine Möglichkeit genannt, mittel deren die Kosten gesenkt und die Wertentwicklung der Fonds verbessert werden können. Allerdings waren die Fondsverwalter bisher noch zögerlich in Bezug auf eine Rationalisierung ihres Produktangebots, und dies selbst auf nationaler Ebene. Die OGAW-Richtlinie steht grenzübergreifenden Fusionen von Fonds nicht entgegen, geht indes auch nicht die zahlreichen praktischen Hindernisse an, die zur Erleichterung derartiger Fusionen beseitigt werden müssten. Vereinzelt

finden zwar grenzübergreifende Fonds-Fusionen statt, aber aufgrund unterschiedlicher gesellschafts- und steuerrechtlicher Regelungen sind sie selten.

2. „Pooling“ könnte eine andere Alternative zur Konsolidierung der Branche sein: Dies würde rechtlich selbständigen Fonds gestatten, gemeinsam verwaltet und/ oder geführt zu werden, und zwar entweder, indem sie ihre Vermögenswerte einem Master-Fonds (s. sogenannte „Master-Feeder“-Strukturen) zuführen oder indem sie auf Informationstechnologien zurückgreifen, die es erlauben diese Fonds wie einen einzigen zu verwalten. Allerdings stehen diesem grenzüberschreitenden "Pooling" zusätzlich zu beträchtlichen technologischen Herausforderungen ebenfalls rechtliche, aufsichtliche und steuerliche Hindernisse entgegen.
3. Auch die Fondsverwahrung- und Überwachungsleistungen der Verwahrstellen könnten weiter rationalisiert werden. Gemäß der OGAW-Richtlinie müssen Verwaltungsgesellschaft und Verwahrstelle in ein und demselben Mitgliedstaat belegen sein. In der Vergangenheit wurden örtliche Nähe und eine integrierte Beaufsichtigung als unabdingbar angesehen, um die Wirksamkeit bestimmter Aufgaben wie die administrative Verwaltung der Fonds, ihre Verwahrung sowie die Ausübung der Überwachungsfunktionen durch die Verwahrstelle sicherzustellen. In jüngster Zeit sind jedoch Stimmen in der Branche laut geworden, die größere Auswahlmöglichkeiten in Bezug auf die Verwahrstelle forderten. Wie unlängst in einer Mitteilung der Kommission⁵ erwähnt, impliziert ein Schritt in diese Richtung die weitere Harmonisierung des Status, der Aufgaben und der Zuständigkeiten der Verwahrstellen. Die vergleichbaren Kosten und Nutzen dieser Veränderungen des Rechtsrahmens müssen noch weiter geprüft und nicht zuletzt mit denen verglichen werden, die mittels Delegationsvereinbarungen und/ oder Vereinbarungen mit Sub-Verwahrstellen erzielt werden. Die Kommission schlägt vor, die Auswirkungen auf eine effiziente Beaufsichtigung und auf den Anlegerschutz zu prüfen, die sich aus einer Aufteilung der Zuständigkeit für die Beaufsichtigung des Fonds und der Verwahrstellen- und Überwachungsfunktionen in den Mitgliedstaaten ergeben.
4. Die europäische Infrastruktur für die Abwicklung von Zeichnungs- bzw. Rückkaufordern (in Bezug auf Fondsanteile) ist fragmentiert. Dies führt zu hohen Betriebskosten und operationellen Risiken in der Transaktionswertschöpfungskette. Die Kommission unterstützt vehement die laufenden Bemühungen der Branche zur Verbesserung der Organisation der Fondsverwaltung, vor allem im Hinblick auf grenzübergreifende Vereinbarungen. Die Kommission ist eigentlich davon überzeugt, dass die Branche bei diesem Vorgehen auch weiterhin federführend sein sollte und die politischen Instanzen der EU nur im Falle offensichtlicher ‚Koodinierungs‘-Probleme oder unüberwindbarer regulatorischer oder politischer Hindernisse intervenieren sollten.

Frage 8 : Gibt es eine kommerzielle oder wirtschaftliche Logik (Netto-Vorteile) für grenzüberschreitende Fonds-Fusionen? Könnten diese Vorteile weitgehend durch eine Rationalisierung innerhalb der nationalen Grenzen erzielt werden?

Frage 9 : Könnten diese gewünschten Vorteile durch ein ‚Pooling‘ erzielt werden?

Frage 10: Ist der Wettbewerb auf Ebene der Fondsverwaltung und/ oder des –vertriebs ausreichend, um sicherzustellen, dass die Anleger von einer höheren Effizienz profitieren?

Frage 11: Welches sind die Vor- und Nachteile (aufsichtliche oder kommerzielle Risiken), die sich aus der Möglichkeit der Wahl einer Verwahrstelle in einem anderen Mitgliedstaat ergeben? Inwiefern machen Delegations- oder andere Vereinbarungen die Notwendigkeit legislativer Maßnahmen auf diesem Gebiet überflüssig?

Frage 12: Sind Sie der Meinung, dass die derzeitige von der Branche betriebene Standardisierung innerhalb einer vernünftigen Frist zu Ergebnissen führen wird? Bedarf es einer Intervention von öffentlicher Seite?

Nach der Auswertung der Antworten auf dieses Grünbuch wird die Kommission eine Sachverständigengruppe einsetzen, die die Hauptursachen der oben genannten Ineffizienzen in der europäischen Fondsbranche weiter analysieren wird. Zu diesen Arbeiten zählen auch die Prüfung der Durchführbarkeit und der Wirksamkeit möglicher Erleichterungsmaßnahmen.

3.2. Wahrung eines hohen Anlegerschutzniveaus

Die OGAW-Richtlinie legt mehrere „Verteidigungslinien“ zum Schutze der Anleger fest. Die diesbezügliche Bilanz ist bisher zufrieden stellend. Allerdings tauchen neue Risiken auf und die Erwartungen des Marktes verändern sich. Von daher ist es vielleicht angebracht, über einen umfassenderen risikobasierten Ansatz auf dem Gebiet des Anlegerschutzes nachzudenken.

Den mit der OGAW III überarbeiteten Anlegerschutzmaßnahmen muss ausreichend Zeit gegeben werden, um sich zu beweisen. Auch CESR arbeitet am Aufbau der Konvergenz zwischen den europäischen Aufsichtsbehörden, was die Vermeidung von Interessenkonflikten und die Anlegerschutzmaßnahmen für OGAW-Verwaltungsgesellschaften im Sinne der revidierten Artikel 5 f und 5 h der Richtlinie 2001/107/EG betrifft. Die Kommission vertritt jedoch die Auffassung, dass angesichts der Tatsache, dass sich die OGAW an formelle Anlagebeschränkungen halten müssen, sie langfristig Probleme haben werden, mit den Innovationen im Finanzbereich und komplizierteren Vertriebssystemen Schritt zu halten. Dies könnte eine systematischere Bewertung der Hauptrisiken implizieren, die in jedem Stadium der Wertschöpfungskette in der Fondsbranche auftreten. Angesichts des Ehrgeizes der Branche, zum privilegierten Anlageinstrument des privaten Anlegers zu werden, wird die Kommission an einem weiteren Ausbau der Anlegerschutzmaßnahmen arbeiten. Die laufenden Arbeiten des Ständigen Ausschusses der IOSCO auf dem Gebiet der Vermögensverwaltung können vielleicht als Basis für weitere diesbezügliche Überlegungen im europäischen Kontext dienen.

Frage 13: Stellt ein starkes Festhalten an den formellen Anlagebeschränkungen einen akzeptablen Ansatz für die Gewährleistung eines hohen Anlegerschutzniveaus dar?

Frage 14: Meinen Sie, dass die Schutzmaßnahmen auf Ebene der Verwaltungsgesellschaft und der Verwahrstelle solide genug sind, um neuen Risiken bei der Verwaltung und administrativen Handhabung der OGAW entgegenzuwirken? Welche anderen Maßnahmen zur Beibehaltung eines hohen Anlegerschutzniveaus sind Ihrer Meinung nach zweckmäßig?

3.3. Konkurrenz von Seiten der Ersatzprodukte

Da die Debatte über den europäischen Rechtsrahmen für OGAW voran schreitet, ist es von großer Bedeutung, das die Vermögensverwaltung im weiteren Sinne miteinzubeziehen. Die OGAW konkurrieren mit vielen anderen Produkten, die die Spareinlagen der europäischen Anleger anziehen. Produkte wie anteilsgebundene Lebensversicherungen oder bestimmte strukturierte Produkte imitieren bestimmte OGAW-Merkmale. Sie unterliegen allerdings unterschiedlichen Regulierungs- und Steuerbehandlungen und werden über andere Vertriebskanäle angeboten. In einigen Mitgliedstaaten sind diese Konkurrenzprodukte weit verbreitet. Die Kommission ist besorgt darüber, dass diese unterschiedliche regulatorische Behandlung Anlageentscheidungen verzerren kann. Ihrer Auffassung nach wäre es ein Rückschritt für die Anleger, wenn die OGAW-Offenlegungen infolge der regulatorischen Konkurrenz aufgeweicht würden.

Frage 15: Gibt es Beispiele für Verzerrungen der Wahl der Anleger, die von den europäischen und/oder nationalen politischen Entscheidungsträgern besonders beachtet werden sollten?

3.4. Europäischer Markt für alternative Anlageinstrumente

Mittlerweile hat sich eine alternative Investmentbranche etabliert, zu denen (die spekulativ ausgerichteten) "Hedge"-Fonds und die (mit außerbörslichem Beteiligungskapital wirtschaftenden) "Private Equity"-Fonds gehören. Sie bieten den Fondsverwaltern neue Diversifizierungsvorteile, den Anlegern das Versprechen höherer Renditen und können die allgemeine Marktliquidität ankurbeln. Alternative Anlagestrategien sind jedoch auch komplexer und mit höheren Risiken behaftet als die klassischen OGAW.

Alternative Anlagen

- „Private Equity“-Fonds machen eine längerfristige Anbindung an bestimmte Anlagen erforderlich und implizieren eine aktive Beteiligung an ihrer Verwaltung. Allerdings sehen sich diese Fonds mit zusätzlichen Steuerproblemen konfrontiert und die meisten Fondsstrukturen sind in den verschiedenen Mitgliedstaaten nicht gegenseitig anerkannt.
- „Hedge-Fonds“ greifen auf ein breites Spektrum an Techniken und Instrumenten zurück (wie z.B. Leerverkäufe oder Transaktionen mit Hebelwirkung), die anderen traditionelleren Formen der gemeinsamen Anlagen oftmals nicht zur Verfügung stehen. Hedge-Fonds können für die Finanzinstitute, die ihnen Darlehen gewähren, ein Gegenparteiausfallrisiko darstellen. Auch wenn sie derzeit nicht als eine bedeutende Ursache für das Systemrisiko angesehen werden, da sie noch relativ klein sind und nur sparsam von besicherten Leerverkäufen Gebrauch machen, führt doch ihr rasches Wachstum und der potenzielle Mangel an Transparenz zu immer größeren Bedenken, was ihre Auswirkungen auf die Märkte betrifft. Die Regulierungsbehörden bemühen sich derzeit, ihre Möglichkeiten hinsichtlich der Bewertung des aggregierten Risikos auszubauen, das diese Hedge-Fonds für das Finanzsystem darstellen.

Unterschiedliche nationale Regelungen bergen das Risiko einer regulatorischen Fragmentierung, das die weitere Entwicklung dieser Art von Tätigkeiten behindern könnte. Da sich die Branche weiter entwickelt und besonders gesetzt den Fall, dass die europäischen privaten Anleger verstärkt mit alternativen Anlagen konfrontiert werden, wächst die Forderung nach einem kohärenten und durchdachten europäischen Ansatz in diesem Sektor.

Unter Berücksichtigung der Antworten auf diese Konsultation wird die Kommission eine Arbeitsgruppe einsetzen, die prüfen soll, ob ein gemeinsamer regulatorischer Ansatz die weitere Entwicklung der europäischen Märkte für „Hedge-Fonds“ und „Private Equity“-Fonds erleichtern kann. Diese Gruppe könnte auch die Art der Maßnahmen analysieren, die bei der Überwindung von Hindernissen im grenzübergreifenden Zusammenhang hilfreich sein könnten. Geprüft werden sollte beispielsweise, inwiefern ein gemeinsames Verständnis des Begriffs "Private Placement" das grenzüberschreitende Angebot für „qualifizierte“ Anleger verbessern könnte.

Frage 16: Inwiefern verursachen Probleme der regulatorischen Fragmentierung Marktzugangsprobleme, die einen gemeinsamen EU-Ansatz für a) "Private Equity"-Fonds, b) "Hedge-Fonds" und "Dach-Hedge-Fonds" erforderlich machen?

Frage 17: Gibt es spezifische Risiken (aus Sicht des Anlegerschutzes oder der Marktstabilität), die sich aus den Tätigkeiten der "Private Equity"-Fonds oder der "Hedge-Fonds" ergeben, die einer besonderen Aufmerksamkeit bedürfen?

Frage 18: Inwiefern könnte eine gemeinsame Regelung für „private placement“ dazu beitragen, die Hindernisse für das grenzübergreifende Angebot alternativer Anlagen an qualifizierte Anleger zu überwinden? Kann diese Klärung der Marketing- und Vertriebsprozesse unabhängig von flankierenden Maßnahmen auf Ebene der Fondsverwaltung etc. umgesetzt werden?

3.5. Aktualisierung der OGAW-Rechtsvorschriften?

Die Erfahrungen haben die Schwierigkeiten aufgezeigt, die mit der Anpassung der OGAW-Rechtsvorschriften an sich verändernde Marktrealitäten und mit der Gewährleistung einer konsistenten Umsetzung einhergehen. Die OGAW-Richtlinie zeugt von den Gefahren, die mit dem Versuch einer Regulierung von hochtechnischen Fragen auf Level 1 der EU-Rechtsvorschriften verbunden sind. Einige Kommentatoren, einschließlich CESR, drängten deshalb auf eine Neufassung der Richtlinie im Sinne der jüngsten EU-Rechtsvorschriften im Wertpapierbereich; d.h. einer funktionellen und auf Grundsätzen basierenden Gesetzgebung auf Level 1, die durch detaillierte Durchführungsbestimmungen und eine verstärkte aufsichtliche Zusammenarbeit ergänzt wird (Lamfalussy-Ansatz). Allerdings wäre eine Überarbeitung der OGAW-Rechtsvorschriften auf diese Art und Weise keine „kosmetische“ Übung: So müsste eine Auswahl getroffen werden bezüglich der in Level 1 festzuhaltenden Leitprinzipien sowie bezüglich des Anwendungsbereichs und des Inhalts der durch Komitologie zu bestimmenden Festlegungen. Dies würde weit reichende und institutionelle Folgen zeitigen. Deshalb bedarf es einer sorgfältigen Vorbereitung und eines umfassenden Rückgriffs auf das Mitentscheidungsverfahren. Sollten sich die Stimmen in Zukunft für diese notwendigen Änderungen der OGAW-Rechtsvorschriften aussprechen, sollte nach Auffassung der Kommission die Gelegenheit ergriffen werden, die Richtlinie im Sinne des Lamfalussy-Ansatzes umzustrukturieren.

Frage 19: Stellen die derzeitigen produktbasierten und Details vorschreibende OGAW-Rechtsvorschriften langfristig eine mögliche Basis für einen gut beaufsichtigten und integrierten europäischen Investmentfondsmarkt dar? Unter welchen Bedingungen bzw. zu welchem Zeitpunkt sollte eine Entwicklung hin zu einer mehr auf Prinzipien beruhenden, risikobasierten Regulierung überlegt werden?

4. SCHLUSSFOLGERUNGEN

Die OGAW-Richtlinie war der Dreh- und Angelpunkt für das Entstehen einer erfolgreichen europäischen Fondsbranche. Die OGAW-Rechtsvorschriften, d.h. der „Europäische Pass“ (einmalige Zulassung) für Produkte und die starke Ausrichtung auf den privaten Anleger, haben zu diesem positiven Ergebnis beigetragen. Trotz dieser Entwicklungen besteht die Auffassung, dass die OGAW-Richtlinie Gelegenheiten verpasst hat und verbesserungsbedürftig ist. Allerdings besteht bislang kein zwingender Grund für eine grundlegende legislative Überarbeitung. Vielmehr sollten die Möglichkeiten stärker genutzt werden, die vom aktuellen Legislativrahmen geboten werden.

Angesichts der strategischen Bedeutung dieses Sektors müssen umfassende Überlegungen hinsichtlich der künftigen Ausrichtung des EU-Rahmens für Investmentfonds angestellt werden. Sollten einige der oben genannten strukturellen Bedenken konkrete Form annehmen, bedarf es weit reichender Maßnahmen, um sicherzustellen, dass der große europäische Fondssektor mit den richtigen Mitteln ausgestattet wird und die europäischen Anleger auch in den nächsten zehn Jahren einen hohen Schutz genießen.

Die Antworten auf diese Konsultation sowie die regelmäßigen Diskussionen mit den einschlägigen interessierten Kreisen und weitere vorbereitende Arbeiten der Kommission werden in die Entscheidung einfließen, ob eventuell Follow-up-Maßnahmen erforderlich sind. Geplante Maßnahmen zur Stärkung des OGAW-Rahmens werden in diesem Fall Anfang 2006 angekündigt werden. Sollten legislative Maßnahmen in Betracht kommen, werden sie einer ausführlichen Vorab-Konsultation, einer Folgenabschätzung sowie einer Kosten-Nutzen-Analyse unterworfen werden.

Die Antworten auf diese Konsultation sollten bis zum 15. November 2005 an die folgende E-mail-Anschrift übermittelt werden: markt-consult-investmentfunds@cec.eu.int. Die Antworten werden – sofern nicht ausdrücklich anderweitig gewünscht – ebenfalls auf die Website der Kommission gestellt. Als Teil des Follow-up zu diesem Grünbuch wird die Kommission Anfang 2006 einen Feed-back-Bericht veröffentlichen, in dem die Beiträge der Kommentatoren zusammengefasst werden.

Ausbau des OGAW-Rahmens – Vorgeschlagene Schritte

Thema	Maßnahme	Vorgeschlagene Termine
OGAW-Überprüfung	Konsultationsprozess	Juli/Nov. 2005
	Feed-back-Bericht zur öffentlichen Konsultation; KOM-Erklärung zu Follow-up-Maßnahmen	Feb./März 2006

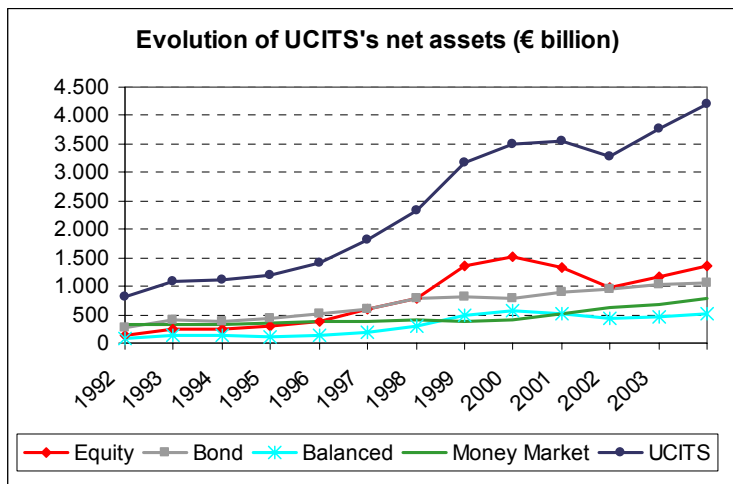
1. Vorrangige Maßnahmen		
Klärung der für OGAW erwerbbaaren Vermögenswerte	Annahme von Durchführungsbestimmungen	März/April 2006
Empfehlungen zu Derivativen und zum vereinfachten Prospekt	Veröffentlichung der endgültigen Bewertung betreffend die Umsetzung durch die Mitgliedstaaten (CESR und KOM)	Herbst 2005
CESR-Leitlinien für Übergangsbestimmungen	Zwischenbericht über die nationale Umsetzung	Herbst 2005
Anzeigeverfahren	CESR-Leitlinien für das Anzeigeverfahren	Herbst 2006
2. Stärkung des derzeitigen Rahmens		
„EU-Pass“ (einmalige Zulassung) für Verwaltungsgesellschaften	Analyse der Bedingungen, die für eine Erleichterung des wirksamen Funktionierens des „EU-Passes“ (einmalige Zulassung) für Verwaltungsgesellschaften unabdingbar sind (im Bezug auf Fonds des Gesellschaftstyps)	Anfang 2006
Vertrieb und Verkauf von Fonds sowie Werbung für Fonds	Bewertung der Interaktion zwischen OGAW und MiFID	Anfang 2006
	Analyse der Lücken auf Level-2-Maßnahmen-Ebene der MiFID	Mitte 2006
3. Langfristige Herausforderungen		
Grenzüberschreitende Fusionen /“Pooling“	Arbeiten einer Sachverständigen-Forumgruppe	Winter 2005-Sommer 2006
Anlegerschutz	Analyse der Risiken und Risikokontrollen in der europäischen Investmentfondsbranche (CESR und KOM): Verfolgung der IOSCO-Arbeiten; Lancierung und Veröffentlichung von Kommissionsstudien	
Alternative Anlagen	Arbeiten einer Sachverständigen-Forumgruppe	Winter 2005-Sommer 2006

Anhang

ÜBERBLICK ÜBER DEN OGAW- MARKT

Die OGAW-Rechtsvorschriften haben die Grundlagen für den Aufbau einer erfolgreich arbeitenden europäischen Fondsbranche gelegt. Zwanzig Jahre nach dem Erlass der ursprünglichen OGAW-Richtlinie verwalten 28.830 OGAW-Fonds 4 Bio. EUR, was über 70% der Vermögenswerte ausmacht, die insgesamt von der europäischen Investmentfondsbranche verwaltet werden. Die von OGAW verwalteten Vermögenswerte wachsen rasch (rund das Vierfache in den letzten zehn Jahren). In den "alten" EU-Mitgliedstaaten ist die Branche stark vertreten; aber auch in den neuen Mitgliedstaaten gewinnt sie an Terrain. In einigen Mitgliedstaaten haben über 20% der erwachsenen Bevölkerung in Fonds investiert. Überdies genießen die OGAW eine breite Anerkennung durch den Markt außerhalb der EU (insbesondere in Asien und Südamerika).

*OGAW
genießen
breite
Marktakzeptanz*

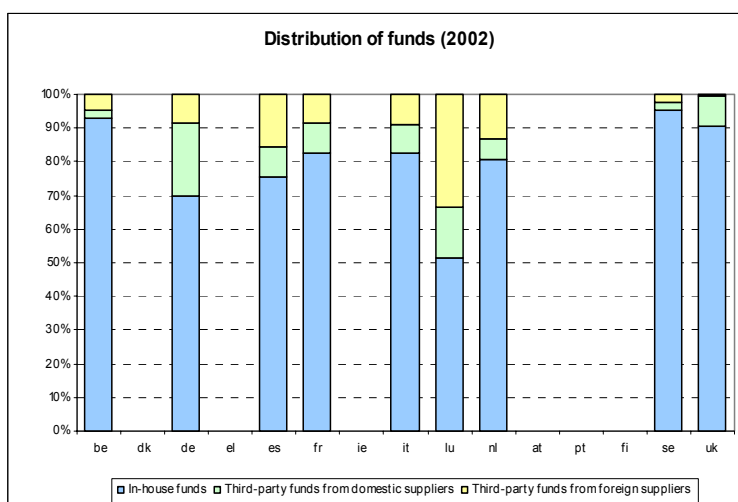


Die OGAW-Richtlinie war der erste wichtige Schritt in Richtung auf integrierte und wettbewerbsfähige europäische Märkte für Investmentfonds: Sie war der Katalysator für das Wachstum einer Branche, die immer stärker grenzüberschreitend tätig ist. Derzeit sind weniger als ein Fünftel aller europäischen OGAW (Anzahl der Fonds) echte grenzüberschreitende Fonds in dem Sinne, dass sie in mehr als einem Land vertrieben werden, bei dem es sich nicht um das Land handelt, in dem die betreuende Muttergesellschaft ihren Sitz hat. Wie der nachfolgenden Tabelle zu entnehmen ist, ist die Zahl der grenzübergreifenden Fonds stärker gewachsen als die Gesamtzahl der Fonds in den letzten Jahren. Auch die von ihnen verwalteten Vermögenswerte wachsen schnell: So machten die Nettoverkäufe der grenzübergreifenden Fonds mehr als 60% des Nettovolumens der in der gesamten Branche im Jahr 2004 verzeichneten Zuflüsse aus.

*...mit
wachsender
grenzübergreifender
Marktpenetration*

	Ende-98	März 2001	Ende 2002	Ende 2003	Veränderung (98-03)
Grenzübergreifende Fonds	2.287	3.260	3.750	4.529	98%
Grenzübergreifende Anzeigen	11.338	22.791	26.966	26.030	130%
Gesamtzahl der Fonds	20.069	entfällt	28.459	28.149	40%
Grenzübergreifende Fonds / Gesamtfonds	11%	entfällt	13%	16%	41%

Trotz des Anstiegs der Zahl der Mitteilungen und des grenzüberschreitenden Verkaufs von Fondsanteilen ist der Marktanteil in den meisten Mitgliedstaaten eher gering. Trotz eines stärkeren Trends hin zu „open-architecture“ in den letzten Jahren, besteht nach wie vor die Tendenz die Produktpalette nationaler Anbieter anzubieten. Zudem dominieren nach wie vor lokale Marktteilnehmer die nationalen Vertriebsnetze. Die meisten europäischen Drittlandfonds (DLF)-Vertreiber sind „halboffen“: 33% von ihnen bieten weniger als 5 DLF an und lediglich 6% bieten mehr als 49 DLF in ihren Produktpaletten an. Darüber hinaus bieten 46% der Fondsvertreiber nicht einmal einen DLF an. Folglich ist der Wettbewerb beschränkt und die Anleger haben nicht unbedingt Zugang zu den besten Fonds auf dem europäischen Markt.



<p>Aus der Sicht der globalen Markteffizienz hat die Erleichterung des grenzübergreifenden Fondsangebots noch nicht zu einem optimal funktionierenden europäischen Fondsmarkt geführt. Die Zahl der Fonds liegt jedoch beträchtlich höher als noch vor zehn Jahren. Dies spiegelt die Schnelligkeit wider, mit der die Fondsmanager auf neue Trends und die Bedürfnisse immer anspruchsvollerer Anleger reagiert haben. Produkte, wie Garantiefonds, haben unlängst das Spektrum der Anlagemöglichkeiten für OGAW-Anleger erweitert. Nach wie vor beherrschen aber Fonds von suboptimaler Größe den Markt, die im Durchschnitt fünfmal kleiner sind als ihre durchschnittlichen amerikanischen "Kollegen". Fondsmanager und administrative Verwalter von Fonds können so nicht voll von den Größenvorteilen profitieren, was auch eine geringere Nettorendite für die Endanleger bedeutet. Aus Schätzungen ging hervor, dass für den Fall, dass die EU-Fonds die durchschnittliche Größe der US-Fonds erreichen könnten, jährliche Kostenersparnisse in Höhe von 5 Mrd. EUR anfielen.</p>	<p><i>Mangelnde Marktintegration führt zu höheren Kosten für die Anleger.</i></p>
<p>Aus der Sicht des Anlegerschutzes gab es keinen größeren Finanzskandal, an dem europäische OGAW beteiligt waren. Die OGAW-Richtlinie hat eine solide Grundlage für eine gut regulierte und allgemein gut verwaltete Fondsbranche geschaffen. Die Anlagebeschränkungen, Eigenkapitalanforderungen, die organisatorischen Kontrollen hinsichtlich der getrennten Verwahrung von Vermögenswerten, die Offenlegungsverpflichtungen oder die Kontrollfunktion der Verwahrstellen, die mit der Richtlinie eingeführt wurden, waren diesbezüglich wichtige Faktoren.</p>	<p><i>Bislang keine größeren Finanzskandale,...</i></p>
<p>Die jüngsten Tendenzen in der europäischen Fondsbranche verändern die Risikomerkmale des Sektors. Veränderungen in der Organisation der Geschäftsabwicklung, wie die Auslagerung von operationellen Aufgaben, bzw. die Entwicklungen hin zu „open-architecture“ können zu einem erhöhten operationellen Risiko oder Interessenkonflikten führen. Neue Fondstypen, die auf komplexeren und komplizierteren Anlagestrategien basieren, enthalten u.U. Charakteristika, die von den privaten Anlegern nur schwer verstanden werden. Die möglichen Auswirkungen alternativer Anlagestrategien auf den Anlegerschutz und die Finanzstabilität bleiben weitgehend unverstanden. Darüber hinaus konkurrieren Ersatzprodukte wie anteilsgebundene Produkte oder Zertifikate mit den OGAW im Hinblick auf die Anlage langfristiger Ersparnisse. Allerdings unterliegen sie nicht unbedingt dem gleichen Niveau an Offenlegung und Transparenz. Dies könnte wiederum die von den OGAW betriebenen Offenlegungs- und Anlegerschutzniveaus in Frage stellen.</p>	<p><i>...aber der Sektor entwickelt sich weiter und derzeitige Trends können bestimmte Risiken für die Anleger verschärfen.</i></p>
<p>Das begleitende Arbeitsdokument der Kommissionsdienststellen behandelt diese Fragen ausführlich. Um ihr weiteres Verständnis zu verbessern, lanciert die Kommission weitere Arbeiten, i) mit denen der Grad der Integration der europäischen Fondsmärkte bewertet werden soll, ii) geprüft werden soll, ob es bislang nicht realisierte Effizienzgewinne gibt, die mittels eines grenzübergreifenden Wettbewerbs oder einer rationelleren europaweiten Marktorganisation erzielt werden könnten, und iii) mit denen Entwicklungen bei den Risikomerkmale der europäischen Vermögensverwaltungsbranche analysiert werden sollen.</p>	