



ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΟΙΝΟΤΗΤΩΝ

Βρυξέλλες, 12.7.2005
COM(2005) 314 τελικό

ΠΡΑΣΙΝΗ ΒΙΒΛΟΣ

**ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΤΗΣ ΕΕ ΠΟΥ ΔΙΕΠΕΙ ΤΟΥΣ
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥΣ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ**

(SEC(2005) 947)

(υποβληθείσα από την Επιτροπή)

ΠΡΑΣΙΝΗ ΒΙΒΛΟΣ

ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΤΗΣ ΕΕ ΠΟΥ ΔΙΕΠΕΙ ΤΟΥΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥΣ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Εισαγωγή

Ο τομέας των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων αναπτύχθηκε σημαντικά την τελευταία δεκαετία και διαδραματίζει πλέον κεντρικό ρόλο στις ευρωπαϊκές χρηματοπιστωτικές αγορές. Τα αμοιβαία κεφάλαια συγκεντρώνουν τις αποταμιεύσεις των νοικοκυριών και τις κατευθύνουν προς τις παραγωγικές επενδύσεις. Τα περιουσιακά στοιχεία που διαχειρίζεται σήμερα ο ευρωπαϊκός τομέας αμοιβαίων κεφαλαίων υπερβαίνουν τα 5 τρισεκατ. ευρώ. Η παρούσα Πράσινη Βίβλος αξιολογεί τον αντίκτυπο της ευρωπαϊκής νομοθεσίας που θεσπίστηκε για να προωθηθεί η ανάπτυξη των ΟΣΕΚΑ, του συνηθέστερου είδους οργανισμών συλλογικών επενδύσεων στην ευρωπαϊκή αγορά. Οι ΟΣΕΚΑ αντιπροσωπεύουν πάνω από το 70% των περιουσιακών στοιχείων που διαχειρίζεται ο τομέας των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων.

Τι είναι οι ΟΣΕΚΑ;

Οι ΟΣΕΚΑ (Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες) είναι ειδικά χαρτοφυλάκια συλλογικών επενδύσεων που έχουν ως αποκλειστικό σκοπό την επένδυση των περιουσιακών στοιχείων που συγκεντρώνουν από επενδυτές. Η οδηγία για τους ΟΣΕΚΑ¹ προβλέπει ότι η επενδυτική πολιτική του ΟΣΕΚΑ και ο διαχειριστής του υπόκεινται σε προηγούμενη έγκριση που χορηγείται εφόσον πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις. Η νομοθεσία για τους ΟΣΕΚΑ αποσκοπεί να εξασφαλίσει ένα συγκεκριμένο επίπεδο προστασίας των επενδυτών. Αυτό επιτυγχάνεται με την επιβολή αυστηρών επενδυτικών ορίων, απαιτήσεων για τα ίδια κεφάλαια και την πληροφόρηση των επενδυτών, καθώς και υποχρεώσεων φύλαξης του ενεργητικού του οργανισμού και εποπτείας του από ανεξάρτητο θεματοφύλακα. Οι ΟΣΕΚΑ που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας σε ένα κράτος μέλος διαθέτουν "διαβατήριο" που τους επιτρέπει, μετά από σχετική κοινοποίηση, να προσφέρουν τα μερίδιά τους στο ευρύ επενδυτικό κοινό άλλων χωρών της ΕΕ.

Τα ενδιαφερόμενα μέρη εκτιμούν στην πλειοψηφία τους ότι υπάρχουν περιθώρια βελτίωσης του νομοθετικού πλαισίου των ΟΣΕΚΑ. Πράγματι, το πλαίσιο αυτό δεν επιτρέπει την πλήρη αξιοποίηση σε πανευρωπαϊκό επίπεδο του δυναμικού του τομέα των αμοιβαίων κεφαλαίων. Επίσης, δεν διαθέτει την ευελιξία που απαιτείται για την αντιμετώπιση των προκλήσεων που δημιουργεί η ταχεία ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών αγορών. Ωστόσο, μια εκ βάθρων αναθεώρηση δεν φαίνεται απόλυτα αναγκαία στο παρόν στάδιο. Αντίθετα, οι προσπάθειες πρέπει να επικεντρωθούν στην εξάντληση των δυνατοτήτων που προσφέρει η σημερινή νομοθεσία. Η παρούσα Πράσινη Βίβλος εξετάζει συνεπώς τους τρόπους με τους οποίους θα μπορούσε να δοθεί μια ώθηση στην ανάπτυξη των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων βραχυπρόθεσμα και μεσοπρόθεσμα με βάση την ισχύουσα νομοθεσία, εξασφαλίζοντας παράλληλα το αναγκαίο υψηλό επίπεδο προστασίας των επενδυτών. Ο συνημμένος πίνακας

¹ Οδηγία 85/611/ΕΟΚ της 20ής Δεκεμβρίου 1985 (ΕΕ L 375 της 31.12.1985, σ. 3) όπως τροποποιήθηκε ιδίως από την οδηγία 2001/107/ΕΚ ("οδηγία για την εταιρεία διαχείρισης") της 21ης Ιανουαρίου 2002 (ΕΕ L 41 της 13.2.2002, σ. 20) και 2001/108/ΕΚ ("οδηγία για τα προϊόντα") της 21ης Ιανουαρίου (ΕΕ L 41 της 13.2.2002, σ. 35), που εφεξής αναφέρονται και οι δύο ως "UCITS III".

συνοψίζει τα μέτρα που προβλέπονται επί του παρόντος. Η προτεραιότητα που θα δοθεί στις πρωτοβουλίες αυτές στα επόμενα δύο χρόνια δεν θα πρέπει ωστόσο να αποκλείσει τον προβληματισμό για πιο φιλόδοξες πρωτοβουλίες που θα επέτρεπαν ενδεχομένως την αποτελεσματικότερη λειτουργία του ευρωπαϊκού τομέα οργανισμών συλλογικών επενδύσεων και την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών.

Οι σημερινές κοινωνικό-οικονομικές προκλήσεις καθιστούν την παρούσα συγκυρία ιδιαίτερα κατάλληλη για την αναθεώρηση αυτή. Το ρυθμιστικό περιβάλλον της ΕΕ πρέπει να δώσει στον τομέα των αμοιβαίων κεφαλαίων τη δυνατότητα να δημιουργεί μέσα συλλογικών επενδύσεων με υγιή διάρθρωση και διαχείριση που θα προσφέρουν στους επενδυτές την υψηλότερη δυνατή απόδοση σε συνάρτηση με τη χρηματοοικονομική ικανότητα και το προφίλ κινδύνου τους, παρέχοντάς τους παράλληλα όλες τις αναγκαίες πληροφορίες για την αξιολόγηση των κινδύνων και των επιβαρύνσεων. Η ύπαρξη στην Ευρώπη ολοκληρωμένων και αποτελεσματικών αγορών αμοιβαίων κεφαλαίων έχει στρατηγική σημασία: οι οργανισμοί αυτοί μπορούν να συμβάλουν σημαντικά στην κατάλληλη χρηματοδότηση των συντάξεων, να κατευθύνουν τους αποταμιευτικούς πόρους προς τις παραγωγικές επενδύσεις και να αποτελέσουν παράγοντα υγιούς εταιρικής διακυβέρνησης.

Η ανάλυση που παρουσιάζεται στο παρόν έγγραφο εμπνέεται από την έκθεση της ομάδας εμπειρογνομόνων για τη διαχείριση περιουσιακών στοιχείων που δημοσιεύθηκε το Μάιο του 2004, καθώς και από τις συζητήσεις που πραγματοποιήθηκαν στη συνέχεια με τα κράτη μέλη, με τα μέλη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (ΕΕΡΑΑΚΑ) και με τους φορείς των αγορών. Οι διαβουλεύσεις αυτές και η λεπτομερής ανάλυση από τις υπηρεσίες της Επιτροπής της εφαρμογής της νομοθεσίας για τους ΟΣΕΚΑ² υπογράμμισαν μια σειρά θεμάτων που, κατά την άποψη της Επιτροπής, πρέπει να αποτελέσουν αντικείμενο ευρείας δημόσιας συζήτησης. Η παρούσα Πράσινη Βίβλος αντιπροσωπεύει την πρώτη συνεισφορά της Επιτροπής στη συζήτηση αυτή.

1. ΓΕΝΙΚΗ ΕΚΤΙΜΗΣΗ

Η οδηγία για τους ΟΣΕΚΑ αποτέλεσε ένα σημαντικό πρώτο βήμα προς τη δημιουργία ενοποιημένων και ανταγωνιστικών αγορών αμοιβαίων κεφαλαίων στην Ευρώπη. 28,830 ΟΣΕΚΑ διαχειρίζονται σήμερα 4 τρισεκατ. ευρώ. Η παρουσία των ΟΣΕΚΑ στις αγορές είναι σημαντική, τόσο στο εσωτερικό της ΕΕ όσο και στον υπόλοιπο κόσμο.

Η χρήση του "διαβατηρίου ΟΣΕΚΑ" υπερδιπλασιάστηκε τα τελευταία 5 χρόνια. Το 16% των ΟΣΕΚΑ είναι πραγματικοί διασυνοριακοί οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων και προσελκύουν αυξανόμενο μερίδιο του συνόλου των επενδύσεων. Ωστόσο, οι διασυνοριακοί ΟΣΕΚΑ αρχίζουν μόλις να αναδεικνύονται ως συντελεστές ουσιαστικής σημασίας στις αγορές των χωρών υποδοχής.

Από την άποψη της συνολικής αποτελεσματικότητας των αγορών, οι δυνατότητες του τομέα δεν έχουν αξιοποιηθεί πλήρως. Τα αμοιβαία κεφάλαια μεγέθους κατώτερου του βέλτιστου εξακολουθούν να κατέχουν δεσπόζουσα θέση. Τα ευρωπαϊκά αμοιβαία κεφάλαια είναι κατά μέσο όρο 5 φορές μικρότερα από τα αντίστοιχα αμερικανικά. Για το λόγο αυτό, ο τομέας των αμοιβαίων κεφαλαίων δεν μπορεί ακόμα να επωφεληθεί πλήρως από οικονομίες κλίμακας, γεγονός που μειώνει την καθαρή απόδοση για τους τελικούς επενδυτές.

² Δημοσιεύθηκε ως έγγραφο εργασίας της Επιτροπής.

Από την άποψη της προστασίας των επενδυτών, οι ΟΣΕΚΑ δεν ενεπλάκησαν σε κανένα σημαντικό σκάνδαλο. Πράγματι, η οδηγία για τους ΟΣΕΚΑ παρείχε μια ασφαλή βάση για την ανάπτυξη ενός αποτελεσματικά ρυθμιζόμενου τομέα αμοιβαίων κεφαλαίων. Ωστόσο, οι πρόσφατες τάσεις μεταβάλλουν προοδευτικά τα χαρακτηριστικά κινδύνου αυτής της δραστηριότητας. Η ανάθεση σε τρίτους των λειτουργικών καθηκόντων ή η στροφή προς μια ανοικτή αρχιτεκτονική μπορούν να αυξήσουν το λειτουργικό κίνδυνο ή τις συγκρούσεις συμφερόντων. Νέα είδη οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, βασιζόμενα σε πιο πολύπλοκες επενδυτικές στρατηγικές, μπορούν να ενσωματώνουν χαρακτηριστικά που δεν είναι εύκολα κατανοητά από τους επενδυτές. Επίσης, δεν έχουν γίνει πλήρως κατανοητές οι δυνητικές επιπτώσεις των εναλλακτικών επενδυτικών στρατηγικών στην προστασία των επενδυτών και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Εξάλλου, υποκατάστατα προϊόντα όπως τα προϊόντα ή πιστοποιητικά που συνδυάζουν ασφαλίσεις και επενδύσεις, ανταγωνίζονται τους ΟΣΕΚΑ για την προσέλκυση της μακροπρόθεσμης αποταμίευσης. Ωστόσο, τα προϊόντα αυτά δεν υπόκεινται κατ' ανάγκη στις ίδιες υποχρεώσεις πληροφόρησης και διαφάνειας.

Η Πράσινη Βίβλος εξετάζει το βαθμό στον οποίο το ρυθμιστικό πλαίσιο των ΟΣΕΚΑ επιτυγχάνει τους στόχους του σε αυτό το μεταβαλλόμενο περιβάλλον.

2. ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΩΝ ΠΟΥ ΠΡΟΣΦΕΡΕΙ Η ΙΣΧΥΟΥΣΑ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ

2.1. Δράσεις προτεραιότητας

Τον Ιανουάριο του 2002 τροποποιήθηκαν πολλά κεντρικά σημεία της αρχικής οδηγίας για τους ΟΣΕΚΑ. Η οδηγία "προϊόντα" επέκτεινε το φάσμα των χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία μπορούν να επενδύουν οι ΟΣΕΚΑ. Η οδηγία "εταιρεία διαχείρισης" ενίσχυσε τις κεφαλαιακές και οργανωτικές απαιτήσεις για τις εταιρείες διαχείρισης. Τους επέτρεψε ιδίως να παρέχουν ορισμένες υπηρεσίες σε διασυννοριακή βάση και καθιέρωσε ένα νέο έντυπο για την παροχή πληροφοριών, το απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο. Από την έναρξη ισχύος των οδηγιών αυτών το Φεβρουάριο του 2004, διαπιστώθηκαν αποκλίσεις μεταξύ κρατών μελών ως προς τον τρόπο με τον οποίο πρέπει να ερμηνεύονται και να εφαρμόζονται ορισμένες από τις τροποποιημένες διατάξεις. Οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν δυσχέρειες κατά τη χρήση του διαβατηρίου για τα προϊόντα.

Τους τελευταίους μήνες δόθηκε απόλυτη προτεραιότητα στην ενίσχυση του "διαβατηρίου ΟΣΕΚΑ" και στην παροχή κατευθυντήριων γραμμών για τη διασφάλιση της προστασίας των επενδυτών. Από την άποψη αυτή, καθοριστική ήταν η συμβολή της ομάδας εμπειρογνομόνων για τη διαχείριση των επενδύσεων της ΕΕΡΑΑΚΑ. Η συνεργασία και η δέσμευση των εθνικών εποπτικών αρχών στο πλαίσιο της ΕΕΡΑΑΚΑ³ έχει ουσιαστική σημασία για την εξεύρεση ρεαλιστικών λύσεων στα προβλήματα εφαρμογής.

Οι εργασίες αυτές θα συνεχιστούν. Θα επικεντρωθούν ιδίως στις ακόλουθες πτυχές:

1. Άρση της αβεβαιότητας σχετικά με την αναγνώριση των αμοιβαίων κεφαλαίων που δημιουργήθηκαν στη μεταβατική περίοδο μεταξύ των καθεστώτων UCITS I και UCITS III. Οι κατευθυντήριες γραμμές της ΕΕΡΑΑΚΑ διευκόλυναν την εξάλειψη της αβεβαιότητας όσον αφορά την αντιμετώπιση των οργανισμών που επωφελούνται από ρήτρα διατήρησης κεκτημένων δικαιωμάτων (grandfathered funds). Έχει

ιδιαίτερη σημασία να εφαρμοστούν πιστά αυτές οι κατευθυντήριες γραμμές, κατά τρόπο που να εξασφαλίζει την ομαλή λειτουργία του διαβατηρίου.

2. Απλούστευση της διαδικασίας κοινοποίησης για τα αμοιβαία κεφάλαια που διαθέτουν το διαβατήριο: το περιεχόμενο, η πολυπλοκότητα και η διάρκεια της φάσης κοινοποίησης ποικίλλουν σημαντικά ανάλογα με το κράτος μέλος. Είναι συνεπώς αναγκαίο να εξορθολογιστούν οι διαδικασίες και να αναζητηθούν πρακτικοί μηχανισμοί για την επίλυση των προβλημάτων εντός του υφιστάμενου πλαισίου κατανομής των αρμοδιοτήτων. Αυτό μπορεί επίσης να απαιτήσει τη βελτίωση της συνεργασίας μεταξύ διοικήσεων προκειμένου να αποφευχθεί η αμφισβήτηση της άδειας που χορήγησε η χώρα καταγωγής. Η ΕΕΡΑΑΚΑ έχει ήδη αρχίσει τις εργασίες προκειμένου να ενισχύσει τη σύγκλιση μεταξύ ρυθμιστικών αρχών στον τομέα αυτό.
3. Στήριξη της εφαρμογής των συστάσεων της Επιτροπής για τη χρήση παράγωγων μέσων και για το απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο, που αποσκοπούν σε μια αισθητή βελτίωση των προτύπων διαχείρισης κινδύνων και της διαφάνειας όσον αφορά τα έξοδα. Η προκαταρκτική ανάλυση, με βάση την εξέταση που πραγματοποίησε η ΕΕΡΑΑΚΑ, καταδεικνύει ότι εκτός ελάχιστων εξαιρέσεων οι αρχές των κρατών μελών έχουν ήδη αρχίσει να λαμβάνουν μέτρα για την εφαρμογή αυτών των κατευθυντήριων γραμμών. Λαμβανομένης υπόψη της σημασίας αυτών των θεμάτων, η Επιτροπή θα θέσει ως στόχο την επίτευξη περαιτέρω προόδου σε ορισμένους τομείς κεντρικής σημασίας, όπως η πληροφόρηση σχετικά με τα έξοδα και τις προμήθειες.
4. Αποσαφήνιση του ορισμού των "στοιχείων ενεργητικού" που μπορούν να αποκτούν οι ΟΣΕΚΑ. Ένας από τους ακρογωνιαίους λίθους της νομοθεσίας για τους ΟΣΕΚΑ είναι ότι ο οργανισμός συλλογικών επενδύσεων πρέπει να επενδύει κατά κύριο λόγο σε χρηματοπιστωτικά μέσα με επαρκή ρευστότητα. Η οδηγία ΟΣΕΚΑ ΙΙΙ άφησε περιθώρια ερμηνείας όσον αφορά τη δυνατότητα απόκτησης από τους ΟΣΕΚΑ ορισμένων κατηγοριών χρηματοπιστωτικών μέσων. Στις αρχές του 2006, η Επιτροπή θα οριστικοποιήσει νομικά δεσμευτικές αποσαφηνίσεις για την επιλεξιμότητα κατά την έννοια του άρθρου 53α της οδηγίας.

Q1 : Μπορούν οι ανωτέρω πρωτοβουλίες να εξασφαλίσουν επαρκή ασφάλεια δικαίου κατά την εφαρμογή της οδηγίας;

Q2 : Υπάρχουν συμπληρωματικά προβλήματα σε σχέση με την καθημερινή εφαρμογή της οδηγίας, τα οποία πρέπει να αντιμετωπιστούν κατά προτεραιότητα;

2.2. Καλύτερη αξιοποίηση του σημερινού πλαισίου

Μπορεί το υφιστάμενο νομοθετικό πλαίσιο να αναπτυχθεί περαιτέρω προκειμένου να απαντηθούν πιο αποτελεσματικά οι κυριότερες διαρθρωτικές προκλήσεις που καλείται να αντιμετωπίσει ο ευρωπαϊκός τομέας οργανισμών συλλογικών επενδύσεων – και ιδίως η βελτίωση της ανταγωνιστικότητάς του και η προσαρμογή στη μεταβαλλόμενη ζήτηση των επενδυτών; Εντοπίστηκαν ιδίως δύο τομείς στους οποίους απαιτούνται περαιτέρω εργασίες με βάση το υφιστάμενο νομοθετικό πλαίσιο.

2.2.1. Το διαβατήριο για την εταιρεία διαχείρισης

Ορισμένοι φορείς του τομέα θεωρούν ότι η δυνατότητα των διαχειριστών να δημιουργούν και να διαχειρίζονται ΟΣΕΚΑ που εδρεύουν σε άλλα κράτη μέλη αυξάνει την

αποτελεσματικότητα και την εξειδίκευση της διαχείρισης χαρτοφυλακίων και της διοίκησης των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η δυνατότητα αυτή είχε εξεταστεί κατά την κατάρτιση της οδηγίας "εταιρεία διαχείρισης" για τους ΟΣΕΚΑ που έχουν νομική προσωπικότητα. Δεν ενσωματώθηκε ωστόσο λόγω των προβλημάτων ερμηνείας και της έλλειψης πληρότητας της οδηγίας. Ειδικότερα, εκφράστηκαν ανησυχίες ότι η διάσπαση της εποπτικής λειτουργίας, με την υπαγωγή σε διαφορετικές νομοθεσίες του οργανισμού συλλογικών επενδύσεων και της διοίκησής του, θα μπορούσε να θέσει σε κίνδυνο την αποτελεσματικότητα των ελέγχων κινδύνου και την προστασία των επενδυτών. Προτού αναλάβει νέες πρωτοβουλίες στην κατεύθυνση αυτή, η Επιτροπή επιθυμεί να προβεί σε πιο διεξοδική εξέταση για να διαπιστώσει σε ποιο βαθμό το διαβατήριο για την εταιρεία διαχείρισης μπορεί να δημιουργήσει ουσιαστικές εμπορικές δυνατότητες, αλλά και για να εντοπίσει τα εποπτικά προβλήματα που ανακύπτουν. Με βάση τις απαντήσεις στην παρούσα Πράσινη Βίβλο, η Επιτροπή θα ανακοινώσει, στην έκθεση παρακολούθησης που θα εκδώσει στις αρχές του 2006, εάν και με ποιο τρόπο μπορεί να τεθεί σε εφαρμογή το διαβατήριο για την εταιρεία διαχείρισης.

Q3 : Μπορεί ένα πραγματικό διαβατήριο για την εταιρεία διαχείρισης να παράσχει περισσότερα οικονομικά πλεονεκτήματα από ό,τι η διαχείριση με μεταβίβαση αρμοδιοτήτων; Αναφέρατε τις πηγές και την πιθανή έκταση των αναμενόμενων πλεονεκτημάτων.

Q4 : Κατά πόσον ο διαχωρισμός των εποπτικών ευθυνών μεταξύ εταιρείας διαχείρισης και οργανισμού συλλογικών επενδύσεων θα δημιουργούσε πρόσθετους λειτουργικούς κινδύνους ή εποπτικά προβλήματα; Περιγράψτε τις πηγές των προβλημάτων και τα μέτρα που θα έπρεπε να ληφθούν για την αποτελεσματική διαχείριση αυτών των κινδύνων.

2.2.2. *Διανομή, πώληση και εμπορική προώθηση των μεριδίων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων*

Ένα δεύτερο θέμα για το οποίο θα ήταν χρήσιμο να γίνουν αποσαφηνίσεις είναι ο τρόπος με τον οποίο προσφέρονται, πωλούνται ή προωθούνται εμπορικά σε μεμονωμένους επενδυτές τα μερίδια των ΟΣΕΚΑ. Αντιμέτωποι με πιο πολυσύνθετα προϊόντα, οι επενδυτές χρειάζονται καλύτερη και πιο κατανοητή πληροφόρηση για τις επιδόσεις και τα έξοδα των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η ζήτηση συμβουλών σχετικά με τα καταλληλότερα και αποδοτικότερα προϊόντα αυξάνει ολοένα περισσότερο. Οι μεταβολές είναι επίσης αισθητές και από την πλευρά της προσφοράς. Οι τράπεζες ανοίγουν σταδιακά τα δίκτυά τους σε αμοιβαία κεφάλαια τρίτων. Αυτό τους επιτρέπει να επικεντρώνονται στις κεντρικές τους δραστηριότητες και να προσελκύουν πελάτες που αναζητούν "το καλύτερο προϊόν στην αγορά". Τέλος, ο τελικός κρίκος της αλυσίδας αξίας, δηλαδή η διανομή, είναι ένα από τα σημαντικότερα κέντρα κόστους τους ευρωπαϊκού τομέα αμοιβαίων κεφαλαίων (και ιδίως των διασυνοριακών). Ο ανταγωνισμός ιδίως και η διαφάνεια στη διανομή μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων θα μπορούσε να αξιοποιηθεί επωφελώς προς όφελος του τελικού επενδυτή. Για παράδειγμα, οι όροι υπό τους οποίους ένα προϊόν μπορεί δικαιολογημένα να χαρακτηρίζεται "εγγυημένο αμοιβαίο κεφάλαιο" πρέπει να αποσαφηνιστούν προκειμένου να αποφευχθούν οι κίνδυνοι καταχρηστικής πώλησης.

Η πρόσφατα θεσπισθείσα οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (OAXM)⁴ θα μπορούσε να αποτελέσει μια χρήσιμη "εργαλειοθήκη", ιδίως για την αποσαφήνιση όλων των υποχρεώσεων μέριμνας και προειδοποίησης των επενδυτών για τους ενδεχόμενους κινδύνους, καθώς και των λοιπών υποχρεώσεων των επιχειρήσεων επενδύσεων έναντι των πελατών που προτίθενται να επενδύσουν σε ΟΣΕΚΑ. Η OAXM θα μπορούσε επίσης να αποτελέσει τη

βάση για τη βελτίωση της διαφάνειας της διαδικασίας διανομής, χάρη στους κανόνες διαχείρισης και γνωστοποίησης των συγκρούσεων συμφερόντων και στην απαίτηση "βέλτιστης εκτέλεσης".

Σε ένα πρώτο στάδιο, οι υπηρεσίες της Επιτροπής θα διερευνήσουν το πρόβλημα των ορίων μεταξύ εμπορίας (ΟΣΕΚΑ) και υπηρεσιών πώλησης/παροχής συμβουλών στους επενδυτές σε αμοιβαία κεφάλαια. Σε ένα δεύτερο στάδιο, θα πραγματοποιήσουν ανάλυση απόκλισης ('gap analysis') για να διαπιστώσουν κατά πόσο η νομοθεσία δεύτερου επιπέδου για την εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας και άλλων συναφών διατάξεων της ΟΑΧΜ μπορούν να αποτελέσουν επαρκή και αποτελεσματική ρυθμιστική βάση για τις δραστηριότητες διαμεσολάβησης που αφορούν αμοιβαία κεφάλαια. Ωστόσο, η ανάλυση αυτή δεν μπορεί να πραγματοποιηθεί παρά μόνο μετά την οριστικοποίηση αυτών των κανόνων δεύτερου επιπέδου.

Q5: Μπορεί η ενίσχυση της διαφάνειας, της συγκρισιμότητας και της προσοχής στις ανάγκες των επενδυτών κατά τη διανομή των αμοιβαίων κεφαλαίων να βελτιώσει ουσιαστικά τη λειτουργία των ευρωπαϊκών αγορών αμοιβαίων κεφαλαίων και το επίπεδο προστασίας των επενδυτών; Πρέπει να δοθεί προτεραιότητα στο στόχο αυτό;

Q6: Μπορεί η αποσαφήνιση των "κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας" που εφαρμόζονται στις επιχειρήσεις που διανέμουν μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων σε λιανική βάση στους επενδυτές να συμβάλει ουσιαστικά στην επίτευξη του στόχου αυτού; Είναι σκόπιμο να εφαρμοστούν άλλα μέτρα (όπως η ενίσχυση των υποχρεώσεων γνωστοποίησης);

Q7: Υπάρχουν προβλήματα που αφορούν ειδικά τα αμοιβαία κεφάλαια και δεν καλύπτονται από τις συνεχιζόμενες εργασίες για τη λεπτομερή εφαρμογή των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας της οδηγίας για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων;

3. ΥΠΕΡΒΑΣΗ ΤΟΥ ΥΦΙΣΤΑΜΕΝΟΥ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ – ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ

Ο ευρωπαϊκός τομέας αμοιβαίων κεφαλαίων υφίσταται βαθιές διαρθρωτικές μεταβολές που θα έχουν μακροχρόνιες συνέπειες – συνεχής καινοτομία στις επενδυτικές στρατηγικές και στα προϊόντα· νέες μορφές επιχειρηματικών μοντέλων· εμφάνιση παρόχων ειδικευμένων υπηρεσιών· συστήματα ροών διανομής· πιο απαιτητικοί επενδυτές. Η Ευρώπη πρέπει να εξασφαλίσει ότι το πλαίσιο των ΟΣΕΚΑ μπορεί να αποτελέσει μια βιώσιμη βάση για τη μακροχρόνια και αρμονική ανάπτυξη του τομέα αμοιβαίων κεφαλαίων, εξασφαλίζοντας ταυτόχρονα υψηλό επίπεδο προστασίας των επενδυτών. Το ρυθμιστικό περιβάλλον πρέπει να επιτρέπει στον τομέα των αμοιβαίων κεφαλαίων να προσφέρει ελκυστικά και καλά διαχειριζόμενα προϊόντα που αντιστοιχούν στις ανάγκες των επενδυτών. Το επόμενο τμήμα εξετάζει τους τρόπους με τους οποίους το ευρωπαϊκό νομοθετικό πλαίσιο μπορεί να συμβάλει καλύτερα στην επίτευξη του στόχου αυτού: δημιουργία ευρωπαϊκού πλαισίου ικανού να αξιοποιήσει τις οικονομίες κόστους και τις συνέργιες χάρη στη διασυννοριακή του διάσταση· ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών· αποφυγή των περιττών στρεβλώσεων στον ανταγωνισμό μεταξύ υποκατάστατων επενδυτικών προϊόντων· ενθάρρυνση της υγιούς ανάπτυξης εναλλακτικών ενδοκοινοτικών επενδύσεων. Ωστόσο, η πρόοδος προς την επίτευξη των στόχων αυτών δεν είναι δυνατή με τη διατήρηση του υφιστάμενου πλαισίου. Σε ορισμένες περιπτώσεις πρέπει να προβλεφθούν σημαντικές προσαρμογές ή επεκτάσεις της ισχύουσας νομοθεσίας για τους ΟΣΕΚΑ. Για το λόγο αυτό, η αναθεώρηση της νομοθεσίας για τους ΟΣΕΚΑ αποτελεί ευκαιρία για την έναρξη ενός προβληματισμού για το κατά πόσο, και με ποιο τρόπο, είναι σκόπιμο μακροπρόθεσμα να καλύψει το νομοθετικό πλαίσιο της ΕΕ αυτά τα γενικότερα θέματα.

3.1. Προς έναν αποτελεσματικό από πλευράς κόστους τομέα οργανισμών συλλογικών επενδύσεων

Η ύπαρξη υπερβολικά μεγάλου αριθμού μικρών αμοιβαίων κεφαλαίων στην ΕΕ αποτελεί εμπόδιο στην πλήρη αξιοποίηση των οικονομιών κλίμακας από τις οποίες θα μπορούσε να επωφεληθεί ο τομέας.

- 1 Τόσο η ομάδα εμπειρογνομόνων για τη διαχείριση στοιχείων ενεργητικού όσο και άλλοι αναλυτές έκριναν ότι η ενοποίηση μέσω διασυνοριακών συγχωνεύσεων μπορεί να μειώσει το κόστος και να βελτιώσει τις επιδόσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων, παρά τις περιορισμένες μέχρι σήμερα προσπάθειες των διαχειριστών τους για τον εξορθολογισμό των προσφερόμενων προϊόντων ακόμα και σε εθνικό επίπεδο. Η οδηγία ΟΣΕΚΑ δεν εμποδίζει τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις αμοιβαίων κεφαλαίων, αλλά ούτε ρυθμίζει τα πολυάριθμα πρακτικά εμπόδια που πρέπει να αντιμετωπιστούν για να διευκολυνθούν αυτές οι συγχωνεύσεις. Μεμονωμένες διασυνοριακές συγχωνεύσεις πραγματοποιούνται βέβαια, αλλά είναι σπάνιες λόγω των εθνικών αποκλίσεων στο εταιρικό δίκαιο και τα φορολογικά καθεστώτα.
- 2 Η συγκέντρωση στοιχείων ενεργητικού αμοιβαίων κεφαλαίων ("fund pooling") μπορεί να αποτελέσει εναλλακτική λύση στην ενοποίηση του τομέα μέσω συγχωνεύσεων, εφόσον θα επέτρεπε τη συλλογική διαχείριση ή διοίκηση νομικά διαφορετικών αμοιβαίων κεφαλαίων, είτε με την επανατοποθέτηση των στοιχείων ενεργητικού τους σε ένα "κύριο" αμοιβαίο κεφάλαιο (όπως στις διαρθρώσεις τύπου "master-feeder"), ή με τη χρησιμοποίηση τεχνολογιών πληροφοριών που επιτρέπουν τη διαχείρισή τους σαν να ήταν αμοιβαία κεφάλαια του ίδιου τύπου. Ωστόσο, η διασυνοριακή συγκέντρωση στοιχείων ενεργητικού προσκρούει επίσης σε νομικά, εποπτικά και φορολογικά εμπόδια, επιπλέον των σημαντικών τεχνολογικών προκλήσεων.
- 3 Οι υπηρεσίες φύλαξης και θεματοφυλακής θα μπορούσαν επίσης να επωφεληθούν από μια πιο ορθολογική οργάνωση. Η οδηγία ΟΣΕΚΑ απαιτεί από την εταιρεία διαχείρισης και από το θεματοφύλακα να είναι εγκατεστημένοι στο ίδιο κράτος μέλος. Στο παρελθόν, η εγγύτητα και η ενιαία εποπτεία θεωρούνταν ουσιώδεις προϋποθέσεις για την αποτελεσματικότητα λειτουργιών όπως η διαχείριση, η θεματοφυλακή και η φύλαξη. Πιο πρόσφατα, ορισμένοι τάχθηκαν υπέρ της καθιέρωσης μεγαλύτερης ελευθερίας στην επιλογή του θεματοφύλακα. Όπως διευκρίνισε ήδη η Επιτροπή⁵, μια στροφή προς την κατεύθυνση αυτή θα απαιτούσε την περαιτέρω εναρμόνιση του καθεστώτος, της αποστολής και των ευθυνών αυτών των φορέων. Για το σκοπό αυτό πρέπει να αναλυθούν διεξοδικά τα συγκριτικά κόστη και οφέλη ενδεχόμενων μεταβολών του νομοθετικού πλαισίου - σε σύγκριση ιδίως με εκείνα που μπορούν να επιτευχθούν με την ανάθεση αρμοδιοτήτων και/ή με την υποθεματοφυλακή. Η Επιτροπή προτείνει να εξεταστούν οι επιπτώσεις στην αποτελεσματικότητα της εποπτείας και στην προστασία των επενδυτών από τον επιμερισμό μεταξύ κρατών μελών των ευθυνών για την εποπτεία του αμοιβαίου κεφαλαίου και για τη θεματοφυλακή.

4 Η ευρωπαϊκή υποδομή για την επεξεργασία των εντολών εγγραφής/εξαγοράς (μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων) είναι κατακερματισμένη. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα αυξημένα λειτουργικά κόστη και υψηλό λειτουργικό κίνδυνο στην αλυσίδα αξίας των συναλλαγών. Η Επιτροπή στηρίζει ενεργά τις σημερινές προσπάθειες του τομέα για τη βελτίωση της διοικητικής οργάνωσης των αμοιβαίων κεφαλαίων, ιδίως όσον αφορά τις διασυνοριακές συμφωνίες. Αρχική πεποίθηση της Επιτροπής είναι ότι ο τομέας πρέπει να διατηρήσει την πρωτοβουλία στα θέματα αυτά: οι υπεύθυνοι για την πολιτική της ΕΕ δεν πρέπει να παρεμβαίνουν παρά μόνο σε περίπτωση σαφούς προβλήματος "συντονισμού" ή ανυπέρβλητων εμποδίων σε επίπεδο ρυθμίσεων ή πολιτικής.

Q8: Ανταποκρίνονται οι διασυνοριακές συγχωνεύσεις αμοιβαίων κεφαλαίων σε μια εμπορική ή οικονομική λογική (καθαρά οφέλη); Μπορούν τα οφέλη αυτά να επιτευχθούν με εξορθολογισμό στο εσωτερικό των εθνικών συνόρων;

Q9: Μπορούν τα επιθυμητά οφέλη να επιτευχθούν με τη συγκέντρωση στοιχείων ενεργητικού (pooling);

Q10: Επαρκεί ο ανταγωνισμός στο επίπεδο της διαχείρισης των αμοιβαίων κεφαλαίων και/ή της διανομής για να εξασφαλιστεί ότι κάθε αύξηση αποτελεσματικότητας αποβαίνει προς όφελος των επενδυτών;

Q11: Ποια πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα (εποπτικοί ή εμπορικοί κίνδυνοι) θα προέκυπταν από τη δυνατότητα επιλογής θεματοφύλακα σε άλλο κράτος μέλος;. Σε ποιο βαθμό μπορεί η μεταβίβαση αρμοδιοτήτων ή μια άλλη λύση να καταστήσει περιττή την ανάγκη νομοθετικών πρωτοβουλιών στα θέματα αυτά;

Q12: Πιστεύετε ότι μια συνεχής διαδικασία τυποποίησης υπό την ώθηση του ίδιου του τομέα των αμοιβαίων κεφαλαίων μπορεί να οδηγήσει σε θετικά αποτελέσματα εντός εύλογου χρονικού διαστήματος; Είναι αναγκαία η παρέμβαση των δημόσιων αρχών;

Αφού λάβει υπόψη της απαντήσεις στην παρούσα Πράσινη Βίβλο, η Επιτροπή θα δημιουργήσει ομάδα εμπειρογνομόνων για να αναλύσει διεξοδικότερα τις κυριότερες πηγές δυσλειτουργιών του ευρωπαϊκού τομέα αμοιβαίων κεφαλαίων που εντοπίστηκαν ανωτέρω. Οι εργασίες αυτές θα αφορούν επίσης τη σκοπιμότητα και την αποτελεσματικότητα ενδεχόμενων μέτρων διευκόλυνσης.

3.2. Διατήρηση υψηλού επιπέδου προστασίας των επενδυτών

Η οδηγία για τους ΟΣΕΚΑ προβλέπει περισσότερες γραμμές άμυνας για την προστασία των επενδυτών. Από την άποψη αυτή, ο μέχρι τώρα απολογισμός είναι θετικός. Ωστόσο, διαφαίνονται ήδη νέοι κίνδυνοι και οι προσδοκίες της αγοράς μεταβάλλονται. Είναι ίσως αναγκαίος ένας νέος προβληματισμός γύρω από μια πιο συνολική και βασιζόμενη στους κινδύνους προσέγγιση στην προστασία των επενδυτών.

Ένα ορισμένο χρονικό διάστημα εφαρμογής είναι απαραίτητο για να διαπιστωθεί εάν οι αναθεωρημένες διατάξεις ΟΣΕΚΑ ΙΙΙ περί προστασίας των επενδυτών είναι πράγματι αποτελεσματικές. Η ΕΕΡΑΑΚΑ θα επιδιώξει επίσης στις εργασίες της να προωθήσει τη σύγκλιση μεταξύ ευρωπαϊκών ρυθμιστικών αρχών όσον αφορά τις διατάξεις που πρέπει να εφαρμόζουν οι διαχειριστές ΟΣΕΚΑ για την πρόληψη των συγκρούσεων συμφερόντων και την προστασία των επενδυτών, όπως αυτές τροποποιήθηκαν από τα άρθρα 5στ και 5η της

οδηγίας 2001/107/ΕΚ. Ωστόσο, η Επιτροπή εκτιμά ότι λόγω των επενδυτικών ορίων που πρέπει να τηρούν, οι ΟΣΕΚΑ θα αντιμετωπίσουν δυσχέρειες προσαρμογής στο ρυθμό της χρηματοοικονομικής καινοτομίας και στον όλο και πιο πολύπλοκο χαρακτήρα των συστημάτων διανομής. Αυτό μπορεί να καταστήσει αναγκαία μια πιο συστηματική εκτίμηση των κυριότερων κινδύνων που ανακύπτουν σε κάθε στάδιο της αλυσίδας αξίας του τομέα των αμοιβαίων κεφαλαίων. Λαμβανομένης υπόψη της διακηρυχθείσας επιδίωξης του τομέα αυτού να καταστεί το προνομιακό επενδυτικό μέσο του μικροεπενδυτή, η Επιτροπή θα συνεχίσει να εργάζεται αδιάκοπα προκειμένου να ενισχύσει τα μέτρα προστασίας των επενδυτών. Οι συνεχιζόμενες εργασίες στη Μόνιμη Επιτροπή του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO) για τη διαχείριση των επενδύσεων μπορούν να αποτελέσουν την αφετηρία για περαιτέρω προβληματισμό γύρω από τα θέματα αυτά στο ευρωπαϊκό πλαίσιο.

Q13: Μπορεί η εκτεταμένη προσφυγή σε επίσημα επενδυτικά όρια να αποτελέσει βιώσιμη προσέγγιση για την επίτευξη υψηλών επιπέδων προστασίας των επενδυτών;

Q14: Εκτιμάτε ότι οι διασφαλίσεις – στο επίπεδο της εταιρείας διαχείρισης και του θεματοφύλακα – είναι επαρκώς ισχυρές για την αντιμετώπιση των νέων κινδύνων στη διαχείριση και διοίκηση των ΟΣΕΚΑ; Ποια άλλα μέτρα για τη διατήρηση υψηλού επιπέδου προστασίας των επενδυτών θεωρείτε κατάλληλα;

3.3. Ανταγωνισμός από υποκατάστατα προϊόντα

Στις συνεχιζόμενες συζητήσεις για το ευρωπαϊκό νομοθετικό πλαίσιο των ΟΣΕΚΑ πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψη το ευρύτερο περιβάλλον των δραστηριοτήτων διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων. Οι ΟΣΕΚΑ ανταγωνίζονται με πολλά άλλα προϊόντα που επίσης αποσκοπούν στη συγκέντρωση της ιδιωτικής αποταμίευσης των ευρωπαίων επενδυτών. Προϊόντα όπως οι ασφάλειες ζωής που συνδέονται με μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων ή ορισμένα διαρθρωμένα προϊόντα αναπαράγουν χαρακτηριστικά των ΟΣΕΚΑ. Υπόκεινται ωστόσο σε διαφορετικό ρυθμιστικό και φορολογικό καθεστώς και πωλούνται με διαφορετικές διαδικασίες. Σε ορισμένα κράτη μέλη τα ανταγωνιστικά αυτά προϊόντα τυγχάνουν ευρείας αποδοχής. Η Επιτροπή εκτιμά ότι αυτή η διαφορετική ρυθμιστική μεταχείριση μπορεί να στρεβλώσει τις επενδυτικές αποφάσεις. Είναι πεπεισμένη ότι η ενδεχόμενη χαλάρωση των υποχρεώσεων παροχής πληροφοριών των ΟΣΕΚΑ ως αποτέλεσμα αυτού του ρυθμιστικού ανταγωνισμού θα αποτελούσε οπισθοδρόμηση για τους επενδυτές.

Q15: Υπάρχουν περιπτώσεις στρέβλωσης των επιλογών των επενδυτών που απαιτούν ιδιαίτερη προσοχή από τους ευρωπαϊκούς και/ή τους εθνικούς φορείς διαμόρφωσης της πολιτικής στον τομέα αυτό;

3.4. Η ευρωπαϊκή αγορά εναλλακτικών επενδύσεων

Ο τομέας των εναλλακτικών επενδύσεων – ο οποίος περιλαμβάνει τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου (hedge funds) και τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (private equity funds) – υπάρχει και θα εξακολουθήσει να υπάρχει. Προσφέρει νέες ευκαιρίες διαφοροποίησης στους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων, υποσχέσεις υψηλότερων αποδόσεων για τους επενδυτές και δυνατότητες αύξησης της συνολικής ρευστότητας της αγοράς. Ωστόσο, οι εναλλακτικές επενδυτικές στρατηγικές είναι πιο πολύπλοκες και μπορούν να ενέχουν υψηλότερους κινδύνους για τους επενδυτές από ό,τι οι παραδοσιακοί ΟΣΕΚΑ.

Εναλλακτικές επενδύσεις

- Τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια απαιτούν μακροπρόθεσμη δέσμευση στις πραγματοποιούμενες επενδύσεις και συνεπώς ενεργό συμμετοχή στη διαχείρισή τους. Ωστόσο, το φορολογικό τους καθεστώς είναι πιο πολύπλοκο και οι περισσότερες διαθρώσεις ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων δεν τυγχάνουν αμοιβαίας αναγνώρισης στα διάφορα κράτη μέλη.
- Τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου χρησιμοποιούν ευρύ φάσμα τεχνικών και μέσω (π.χ. ανοικτές πωλήσεις ή μόχλευση) που συχνά δεν είναι διαθέσιμα σε πιο παραδοσιακές μορφές οργανισμών συλλογικών επενδύσεων. Μπορούν να αντιπροσωπεύουν πηγή κινδύνου αντισυμβαλλομένου για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που επενδύουν σε αυτά. Παρόλο που δεν θεωρούνται ακόμα σημαντική πηγή συστημικού κινδύνου λόγω του σχετικά μικρού τους μεγέθους και της περιορισμένης και καλυμμένης με εξασφαλίσεις προσφυγής τους στη μόχλευση, η ταχεία ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου και η έλλειψη διαφάνειας που τα χαρακτηρίζει δημιουργούν ολοένα περισσότερες ανησυχίες για τον αντίκτυπό τους στις αγορές. Οι ρυθμιστικές αρχές επικεντρώνονται επί του παρόντος στην ενίσχυση της ικανότητας αξιολόγησης του συνολικού ανοίγματος του χρηματοπιστωτικού συστήματος έναντι των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου.

Οι αποκλίσεις μεταξύ εθνικών καθεστώτων δημιουργούν τον κίνδυνο ενός ρυθμιστικού κατακερματισμού που θα μπορούσε να επιβραδύνει την ανάπτυξη αυτών των δραστηριοτήτων. Καθώς θα αναπτύσσεται αυτό το τμήμα αγοράς, και ιδίως εάν οι μικροεπενδυτές στην Ευρώπη τείνουν να εκτίθενται περισσότερο στους κινδύνους των εναλλακτικών επενδύσεων, η ανάγκη για μια συνεπή και διαφανή ευρωπαϊκή προσέγγιση στον τομέα αυτό θα αυξάνεται ολοένα περισσότερο.

Αφού λάβει υπόψη τις απαντήσεις στην παρούσα διαβούλευση, η Επιτροπή θα προβεί στη σύσταση ομάδας εργασίας για να εξετάσει εάν μια κοινή ρυθμιστική προσέγγιση μπορεί να διευκολύνει την περαιτέρω ανάπτυξη των ευρωπαϊκών αγορών για αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου και για ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια. Η ομάδα αυτή θα μπορούσε επίσης να εξετάσει ποιες είναι οι πλέον ενδεδειγμένες πρωτοβουλίες για την εξάλειψη των εμποδίων στη διασυνοριακή τους ανάπτυξη. Θα μπορούσε ιδίως να διερευνήσει το βαθμό στον οποίο μια κοινή ερμηνεία του όρου "ιδιωτική τοποθέτηση" μπορεί να διευκολύνει τη διασυνοριακή προσφορά αμοιβαίων κεφαλαίων αυτού του είδους σε ειδικευμένους επενδυτές.

Q16: Σε ποιο βαθμό τα προβλήματα ρυθμιστικού κατακερματισμού δημιουργούν δυσχέρειες πρόσβασης στην αγορά που θα μπορούσαν να καταστήσουν αναγκαία μια κοινή προσέγγιση σε επίπεδο ΕΕ όσον αφορά α) τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια και β) τα αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου και τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε αμοιβαία κεφάλαια υψηλού κινδύνου (funds of hedge funds);

Q17: Υπάρχουν ειδικοί κίνδυνοι (από την άποψη της προστασίας των επενδυτών ή της σταθερότητας της αγοράς) που συνδέονται με τις δραστηριότητες των ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων ή των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου και στους οποίους πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή;

Q18: Σε ποιο βαθμό μπορεί ένα κοινό καθεστώς για τις ιδιωτικές τοποθετήσεις να συμβάλει στην αντιμετώπιση των εμποδίων στην ανάπτυξη διασυνοριακής προσφοράς εναλλακτικών επενδυτικών μέσων σε ειδικευμένους επενδυτές; Μπορεί αυτή η αποσαφήνιση των διαδικασιών εμπορίας και πώλησης να γίνει ανεξάρτητα από τη λήψη συνοδευτικών μέτρων στο επίπεδο του διαχειριστή του αμοιβαίου κεφαλαίου;

3.5. Πρέπει να εκσυγχρονιστεί η νομοθεσία για τους ΟΣΕΚΑ?

Η εμπειρία κατέδειξε πόσο δυσχερής είναι η προσαρμογή των διατάξεων των οδηγιών ΟΣΕΚΑ στη μεταβαλλόμενη πραγματικότητα των αγορών και η εξασφάλιση της συνεπούς εφαρμογής τους. Η οδηγία για τους ΟΣΕΚΑ αντικατοπτρίζει τους κινδύνους κάθε προσπάθειας ρύθμισης πολύ τεχνικών θεμάτων με την θέσπιση κοινοτικής νομοθεσίας πρώτου επιπέδου. Ορισμένοι παρατηρητές, περιλαμβανομένης της ΕΕΡΑΑΚΑ, ζήτησαν την αναδιατύπωση της οδηγίας κατά το παράδειγμα της πρόσφατης νομοθεσίας της ΕΕ για τις κινητές αξίες – δηλαδή μια λειτουργική και βασιζόμενη σε αρχές νομοθεσία πρώτου επιπέδου, σε συνδυασμό με λεπτομερείς κανόνες εφαρμογής και ενισχυμένη εποπτική συνεργασία (προσέγγιση Lamfalussy). Ωστόσο, η αναδιατύπωση της νομοθεσίας για τους ΟΣΕΚΑ με τον τρόπο αυτό δεν θα είχε "διακοσμητικό" χαρακτήρα: θα απαιτούσε συγκεκριμένες επιλογές για τη διατύπωση των κατευθυντήριων αρχών της νομοθεσίας πρώτου επιπέδου και για τον καθορισμό του πεδίου εφαρμογής και του περιεχομένου των αποφάσεων που θα ληφθούν με τους κανόνες της επιτροπολογίας. Οι ουσιαστικές και θεσμικές προεκτάσεις της θα ήταν συνεπώς σημαντικές. Αυτό προϋποθέτει προσεκτική προετοιμασία και πλήρη εφαρμογή της διαδικασίας επιτροπολογίας. Εάν οι απόψεις συγκλίνουν στο μέλλον γύρω από την ανάγκη παρόμοιων μεταβολών στη νομοθεσία για τους ΟΣΕΚΑ, η Επιτροπή εκτιμά ότι η ευκαιρία αυτή θα πρέπει να αξιοποιηθεί για την πλήρη αναδιάρθρωση της οδηγίας σύμφωνα με την προσέγγιση Lamfalussy.

Q19: Αποτελεί η ισχύουσα νομοθεσία για τους ΟΣΕΚΑ, η οποία είναι κανονιστική και επικεντρώνεται στα προϊόντα, βιώσιμη μακροχρόνια βάση για μια αποτελεσματικά εποπτευόμενη και ενοποιημένη αγορά ευρωπαϊκών οργανισμών συλλογικών επενδύσεων; Υπό ποιες προϋποθέσεις, ή σε ποιο στάδιο, θα ήταν σκόπιμο να εξεταστεί η ενδεχόμενη μετάβαση σε ένα ρυθμιστικό πλαίσιο εστιασμένο στις αρχές και βασιζόμενο στους κινδύνους;

4. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι ΟΣΕΚΑ αποτέλεσαν τον πυρήνα από τον οποίο αναπτύχθηκε ένας ανθηρός ευρωπαϊκός τομέας αμοιβαίων κεφαλαίων. Η νομοθεσία για τους ΟΣΕΚΑ – χάρη στο διαβατήριο για τα προϊόντα και την ισχυρή μέριμνα για την προστασία του μικροεπενδυτή – διευκόλυνε την εξέλιξη αυτή. Παρά τα θετικά αυτά αποτελέσματα, έχει γίνει αντιληπτό ότι η νομοθεσία για τους ΟΣΕΚΑ δεν λύνει όλα τα προβλήματα και μπορεί να βελτιωθεί. Ωστόσο, δεν υπάρχει στο παρόν στάδιο επιτακτική ανάγκη ριζικής αναδιατύπωσής της. Αντίθετα, πρέπει να δοθεί προτεραιότητα στην εξάντληση όλων των δυνατοτήτων που προσφέρει το ισχύον νομοθετικό πλαίσιο.

Λαμβανομένης υπόψη της στρατηγικής σημασίας του τομέα, είναι πλέον αναγκαίος ένας ευρύς προβληματισμός σχετικά με τη μελλοντική κατεύθυνση του πλαισίου της ΕΕ για τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων. Εάν επιβεβαιωθούν στην πράξη ορισμένοι από τους διαρθρωτικούς κινδύνους που αναφέρονται ανωτέρω, θα πρέπει να αναληφθούν φιλόδοξες δράσεις για να εξασφαλιστεί ότι ο εκτεταμένος ευρωπαϊκός τομέας αμοιβαίων κεφαλαίων θα

εισέλθει στην επόμενη δεκαετία εξοπλισμένος με τα κατάλληλα μέσα και θα εγγυάται στους Ευρωπαίους επενδυτές υψηλό επίπεδο προστασίας.

Οι απαντήσεις στην παρούσα διαβούλευση, καθώς και τα συμπεράσματα των τακτικών συζητήσεων με τα ενδιαφερόμενα μέρη και των προπαρασκευαστικών εργασιών των υπηρεσιών της Επιτροπής θα ληφθούν υπόψη για τον προσδιορισμό ενδεχόμενων μέτρων παρακολούθησης. Οι κατευθυντήριες γραμμές για την ενίσχυση του πλαισίου που διέπει τους ΟΣΕΚΑ θα δημοσιοποιηθούν στις αρχές του 2006. Εάν εξεταστεί το ενδεχόμενο λήψης νομοθετικών μέτρων, αυτά θα αποτελέσουν αντικείμενο ευρείας προηγούμενης διαβούλευσης, καθώς και αξιολόγησης επιπτώσεων και ανάλυσης κόστους-αποτελεσματικότητας.

Οι απαντήσεις στην παρούσα διαβούλευση πρέπει να σταλούν έως τις 15 Νοεμβρίου 2005 στην ηλεκτρονική διεύθυνση: markt-consult-investmentfunds@cec.eu.int Οι απαντήσεις θα δημοσιοποιηθούν στο δικτυακό τόπο της Επιτροπής – εκτός εάν ζητηθεί ρητά το αντίθετο. Στο πλαίσιο της συνέχειας που προτίθεται να δώσει στην παρούσα Πράσινη Βίβλο, η Επιτροπή θα δημοσιεύσει στις αρχές 2006 ανακεφαλαιωτική έκθεση στην οποία θα συνοψίσει τις απαντήσεις που θα ληφθούν.

Ενίσχυση του πλαισίου των ΟΣΕΚΑ – Προτεινόμενα στάδια

Θέμα	Δράση	Προτεινόμενες ημερομηνίες
Επανεξέταση της νομοθεσίας ΟΣΕΚΑ	Διαδικασία διαβούλευσης Έκθεση για τα αποτελέσματα της δημόσιας διαβούλευσης; Δημοσίευση COM για τις δράσεις παρακολούθησης	Ιούλιος/Νοέμβριος 2005 Φεβρουάριος/Μάρτιος 2006
1. Δράσεις προτεραιότητας		
Αποσαφήνιση των επιλέξιμων στοιχείων ενεργητικού των ΟΣΕΚΑ	Έκδοση εκτελεστικής νομοθεσίας	Μάρτιος/Απρίλιος 2006
Συστάσεις για τα παράγωγα μέσα και απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο	Δημοσίευση οριστικής αξιολόγησης της εφαρμογής από τα κράτη μέλη (ΕΕΡΑΑΚΑ και COM)	Φθινόπωρο 2005
Κατευθυντήριες γραμμές της ΕΕΡΑΑΚΑ για τις μεταβατικές διατάξεις	Ενδιάμεση έκθεση για την εφαρμογή σε εθνικό επίπεδο	Φθινόπωρο 2005
Διαδικασίες κοινοποίησης	Κατευθυντήριες γραμμές της ΕΕΡΑΑΚΑ για τη διαδικασία κοινοποίησης	Φθινόπωρο 2006

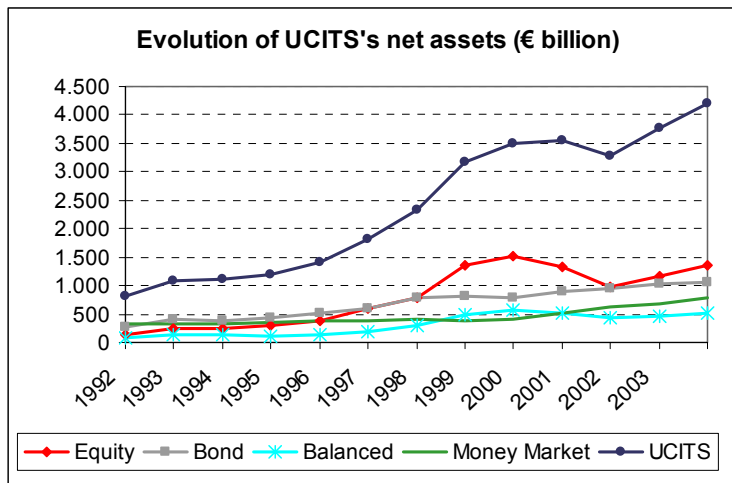
2. Ενίσχυση του σημερινού πλαισίου		
Διαβατήριο για την εταιρεία διαχείρισης	Ανάλυση των προϋποθέσεων για τη διευκόλυνση της αποτελεσματικής λειτουργίας του διαβατηρίου για την εταιρεία διαχείρισης (για τα νομικά πρόσωπα)	Αρχές 2006
Διανομή, πώληση, εμπορική προώθηση αμοιβαίων κεφαλαίων	Αξιολόγηση της άρθρωσης ΟΣΕΚΑ-ΟΑΧΜ Ανάλυση απόκλισης για τα μέτρα επιπέδου 2 της ΟΑΧΜ	Αρχές 2006 Μέσα 2006
3. Μακροπρόθεσμες προκλήσεις		
Διασυνοριακές συγχωνεύσεις/συγκεντρώσεις στοιχείων ενεργητικού	Εργασίες της ειδικής ομάδας συζήτησης	Χειμώνας 2005-Καλοκαίρι 2006
Προστασία επενδυτών	Ανάλυση των κινδύνων και του ελέγχου κινδύνων στον ευρωπαϊκό τομέα αμοιβαίων κεφαλαίων (ΕΕΡΑΑΚΑ και COM): παρακολούθηση των εργασιών της IOSCO· έναρξη μελετών της Επιτροπής και δημοσίευσή τους	
Εναλλακτικές επενδύσεις	Εργασίες της ειδικής ομάδας συζήτησης	Χειμώνας 2005-Καλοκαίρι 2006

Annex

OVERVIEW OF THE UCITS MARKET

UCITS legislation has provided the foundations for the development of a successful European fund industry. 20 years after the adoption of the original UCITS Directive, 28,830 UCITS funds manage €4 trillion representing over 70% of the assets under management by the EU investment fund industry as a whole. Assets managed by UCITS are growing rapidly (some 4 times over the last 10 years). This industry has a strong presence in all of the ‘old’ Member States and is gaining ground in many of the new Member States. In some Member States, over 20% of the adult population have invested in funds. UCITS also enjoy wide market recognition outside the EU (namely in Asia and South America).

UCITS enjoy wide market acceptance

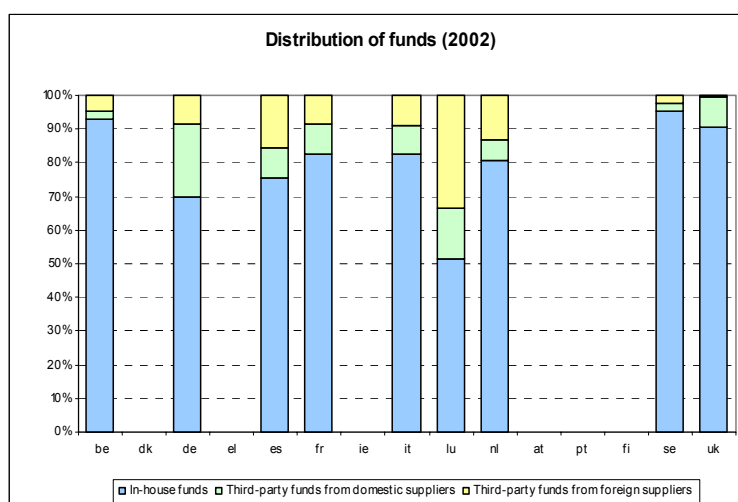


The UCITS Directive has proved an important first step towards integrated and competitive European markets for investment funds: it has been the catalyst for the growth of an industry which is increasingly investing and competing on a cross-border basis. At present, less than a fifth of all European UCITS (in terms of number of funds) are true cross-border funds in that they are sold in more than one country other than that of the sponsoring parent company. However, as shown in the table below, the number of cross-border funds has increased more rapidly than the total number of funds over the last years. Their assets under management are also growing at a fast pace: net sales of cross-border funds represented more than 60% of the total industry net inflows in 2004.

...with increasing cross-border penetration

	End-98	Mar 2001	End 2002	End 2003	Change (98-03)
X-border funds	2,287	3,260	3,750	4,529	98%
X-border notifications	11,338	22,791	26,966	26,030	130%
Total no. of funds	20,069	n.a.	28,459	28,149	40%
X-border/total funds	11%	n.a.	13%	16%	41%

Despite the increase in the number of notifications and the sales of cross-border funds, the market share in most host Member States is often small. Despite recent years' move towards open-architecture, the range of products on offer remains biased towards national providers. National distribution networks remain dominated by local players. Most European third party funds (TPF) distributors are "semi-open" with 33% of them offering less than 5 TPF and only 6% putting in their list of products more than 49 TPF. In addition to this, 46% of fund distributors do not offer even one TPF. Consequently, competition is limited and investors do not necessarily have access to the best funds in the EU market.



Viewed from the perspective of overall market efficiency, the facilitation of cross-border fund offer has not yet delivered an optimally functioning European fund market. The number of funds is considerably higher than 10 years ago. This reflects the rapidity with which managers have reacted to new trends and the needs of increasingly demanding investors. For instance, products such as guaranteed funds have recently enlarged the range of investment opportunities for UCITS investors. The end-result is that the landscape remains dominated by funds of sub-optimal size which are on average 5 times smaller than their average US counterpart. Fund managers and administrators are not able to benefit fully from scale economies – reducing net returns to end-investors. Estimates indicated that if EU funds could attain US funds' average size, annual cost savings of € 5bn could be achieved.

Lack of market integration translates into higher costs for investors.

From an investor protection perspective, there have not been notable financial scandals involving UCITS in Europe. UCITS has provided a solid underpinning for a well-regulated and generally well-managed industry. The investment limits, capital requirements, and organisational controls on asset segregation and safe-keeping, disclosure obligations or the oversight responsibility of depositaries introduced by the Directive have been important contributing factors.

No notable financial scandals so far...

<p>Recent trends in European fund industry are changing the risk-features of the business. Changes in the organisation of the business, such as outsourcing of operational functions or moves towards open-architecture may entail increased operational risk or conflicts of interest. New fund-types, based on more complex or sophisticated investment strategies, may embody features that are not well-understood by retail investors. The possible implications of alternative investment strategies for investor protection and financial stability remain poorly understood. Furthermore, substitute products, such as unit-linked products or certificates, compete with UCITS for long-term savings. However, they are not necessarily subject to the same level of disclosure and transparency. This may call into question the levels of disclosure and investor protection promoted by UCITS.</p>	<p><i>... but business is evolving and current trends may accentuate certain risks to investors.</i></p>
<p>The accompanying Commission staff working document provides an extensive treatment of these issues. To further improve our understanding, the Commission is sponsoring further research to evaluate the degree of integration of European fund markets; to assess whether there are as yet unrealised efficiency gains that could be achieved through cross-border competition or a more rational pan-European organisation of the market; and to study evolutions in the risk-features of European asset management business.</p>	