

EL

EL

EL



ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΟΙΝΟΤΗΤΩΝ

Βρυξέλλες, 16.7.2008
SEC(2008) 2264

ΕΓΓΡΑΦΟ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ

που συνοδεύει την

Πρόταση

ΟΔΗΓΙΑΣ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ

για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ)

ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΚΘΕΣΗΣ
ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΩΝ

{COM(2008) 458 τελικό}
{SEC(2008) 2263}

ΕΓΓΡΑΦΟ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ

ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΚΘΕΣΗΣ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΩΝ

1. ΑΝΑΘΕΩΡΗΣΗ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ ΟΣΕΚΑ

Η οδηγία ΟΣΕΚΑ

Η οδηγία για τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ)¹ εκδόθηκε το 1985. Στόχος της ήταν η δημιουργία μιας ενιαίας αγοράς για αμοιβαία κεφάλαια με σκοπό την ενίσχυση των επιχειρηματικών και επενδυτικών ευκαιριών τόσο για τη βιομηχανία όσο και για τους επενδυτές. Η οδηγία όριζε μια σειρά απαιτήσεων τις οποίες έπρεπε να πληρούν τα αμοιβαία κεφάλαια ώστε να είναι επιλέξιμα για διασυνοριακές αγοραπωλησίες. Κύριος στόχος των απαιτήσεων ήταν η εξασφάλιση υψηλών επιπέδων προστασίας των καταναλωτών. Η οδηγία καθιέρωσε επίσης το πρώτο διαβατήριο χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών.

Η οδηγία ΟΣΕΚΑ διαδραμάτισε βασικό ρόλο στην ανάπτυξη της ευρωπαϊκής αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων. Τον Ιούνιο του 2007, τα στοιχεία του ενεργητικού υπό την διαχείριση των ΟΣΕΚΑ ανέρχονταν σε 6 τρις. ευρώ. Οι ΟΣΕΚΑ αντιπροσωπεύουν περίπου 75% της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων της ΕΕ. Αν και η εξέλιξη αυτή ήταν θετική, κατέστη προφανές ότι η οδηγία ήταν υπερβολικά περιοριστική και εμπόδιζε τους διαχειριστές και τα διοικητικά στελέχη των αμοιβαίων κεφαλαίων να εκμεταλλεύονται πλήρως τις αναπτυξιακές δυνατότητές τους. Οι τροποποιήσεις του 2001 διέδρυναν τις επενδυτικές εξουσίες των διαχειριστών των ΟΣΕΚΑ αλλά δεν αντιμετώπισαν τα σημεία συμφόρησης που μείωναν την αποτελεσματικότητα του κλάδου.

Η αναθεώρηση του νομικού πλαισίου των ΟΣΕΚΑ ήταν μια διαδικασία τριών σταδίων (βλ. σχήμα 1). Το 2005, η **Πράσινη Βίβλος** της Επιτροπής για τα αμοιβαία κεφάλαια² δρομολόγησε μια δημόσια διαβούλευση για την ανάγκη για δράση σε επίπεδο ΕΕ και για το πεδίο κάλυψής της. Τόσο η έρευνα των υπηρεσιών της Επιτροπής όσο και η διαβούλευση με τους ενδιαφερομένους οδήγησαν στο ίδιο συμπέρασμα: έπρεπε να δοθεί έμφαση στην τροποποίηση της οδηγίας ώστε να καταργηθούν οι εναπομένοντες φραγμοί για την πρόσβαση στην αγορά και για να επιτραπεί στον κλάδο των αμοιβαίων κεφαλαίων να οργανώσει πιο αποτελεσματικά τη διαχείριση και τη διοίκηση των ταμείων.

Οι προβληματισμοί αυτοί προχώρησαν ακόμη περισσότερο στη **Λευκή Βίβλο** για τα αμοιβαία κεφάλαια³ και την εκτίμηση επιπτώσεων (ΕΕΛΒ) που καθιέρωσε. Σ' αυτή τη βάση αναλύθηκε μια σειρά πιθανών αναπροσαρμογών προκειμένου τόσο να ενισχυθεί η αποτελεσματικότητα της πλευράς της προσφοράς του κλάδου των αμοιβαίων κεφαλαίων όσο

¹ Οδηγία 85/611/ΕΟΚ της 20^{ης} Δεκεμβρίου 1985 όπως τροποποιήθηκε, μεταξύ άλλων με τις οδηγίες 2001/107/ΕΚ και 2001/108/ΕΚ της 21^{ης} Ιανουαρίου 2002, που είναι επίσης γνωστές με το όνομα ΟΣΕΚΑ ΙΙΙ.

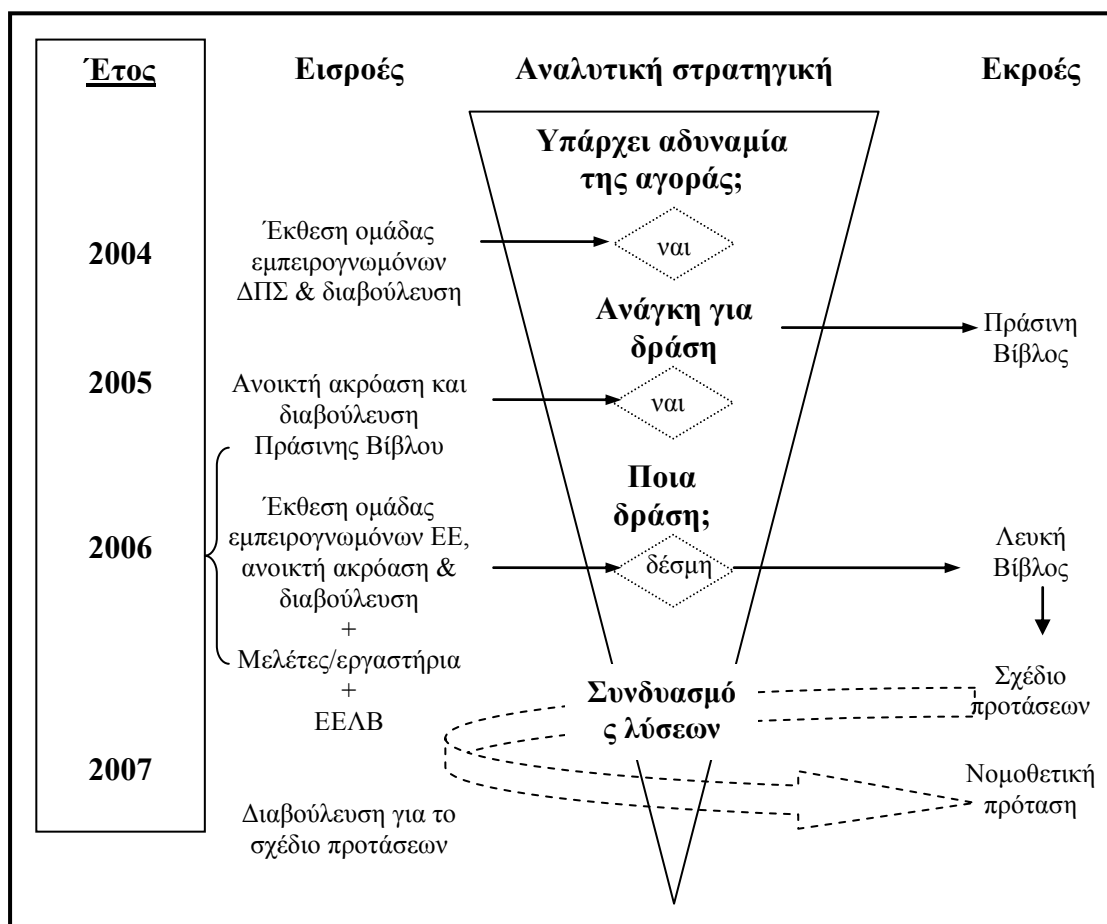
² Πράσινη Βίβλος για την ενίσχυση του πλαισίου της ΕΕ που διέπει τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων COM(2005) 314 τελικό, 12 Ιουλίου 2005.

³ Λευκή Βίβλος για την ενίσχυση του πλαισίου της ενιαίας αγοράς που διέπει τα επενδυτικά κεφάλαια, COM (2006) 686 τελικό, 15 Νοεμβρίου 2006.

και να ενισχυθεί η πλευρά της ζήτησης. Σε ορισμένες περιπτώσεις, η έκθεση ΕΕΛΒ συμπέρανε ότι η δράση σε επίπεδο ΕΕ δεν φαινόταν να δικαιολογείται επαρκώς. Οι πρωτοβουλίες του κλάδου ή οι εθνικές πρωτοβουλίες θεωρήθηκαν επαρκείς ή προτιμητέες. Σε άλλες περιπτώσεις, τα μη νομοθετικά μέτρα θεωρήθηκαν η καλύτερη επιλογή από άποψη κόστους – αποτελεσματικότητας. Τέλος, η ανάλυση κατέληξε στο συμπέρασμα ότι σε ορισμένες περιπτώσεις απαιτούνται αλλαγές της νομοθεσίας. Συνεπώς, η Λευκή Βίβλος εξήγγειλε τροποποιήσεις της οδηγίας ΟΣΕΚΑ αναφορικά με πέντε ζητήματα: 1) διαδικασία κοινοποίησης, 2) συγχωνεύσεις ταμείων, 3) συγκέντρωση στοιχείων ενεργητικού, 4) διαβατήριο για τις εταιρείες διαχείρισης και 5) απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο.

Στις 22 Μαρτίου 2007, η ΓΔ Markt εξέδωσε «**σχέδιο τροποποιήσεων**» ως βάση για δημόσια διαβούλευση, σχετικά με τη μορφή αυτών των αλλαγών της νομοθεσίας. Σκοπός της διαβούλευσης ήταν να συγκεντρωθούν οι αντιδράσεις των ενδιαφερομένων σχετικά με το σχέδιο των μέτρων που εξήγγειλε η Λευκή Βίβλος. Οι απαντήσεις των συμμετεχόντων στη διαβούλευση αποτέλεσαν σημαντική και πολύτιμη εισροή για την ανάλυση που αναπτύχθηκε στην έκθεση αξιολόγησης του αντικτύπου της νομοθετικής πρότασης.

Σχήμα 1: Η διαδικασία αναθεώρησης του πλαισίου των ΟΣΕΚΑ



2. ΔΙΑΠΙΣΤΩΘΕΝΤΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΠΟΥ ΑΠΑΙΤΟΥΝ ΑΛΛΑΓΗ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ ΟΣΕΚΑ

- 2.1. Φραγμοί για τη δραστηριότητα των ταμείων σε άλλα κράτη μέλη. Η διαδικασία κοινοποίησης που καθιερώθηκε με την οδηγία του 1985 είναι συχνά μακροχρόνια και δύσχρονη. Οι απαιτήσεις των ρυθμιστικών αρχών της χώρας υποδοχής

υπερβαίνουν συχνά τις απαιτήσεις που περιλαμβάνονται στην οδηγία και η προθεσμία των δύο μηνών δεν τηρείται πάντα. Κατά συνέπεια, η διαδικασία συγκρίνεται με δεύτερη έκδοση άδειας για το ταμείο. Το κατ' εκτίμηση ετήσιο κόστος που βαρύνει τον κλάδο των αμοιβαίων κεφαλαίων για τη διατήρηση της κοινοποίησης ανέρχεται σε 25 εκατ. ευρώ (επιπλέον του ποσού που υπερβαίνει τα 20 εκατ. ευρώ για την αρχική κοινοποίηση)⁴. Πιο σημαντικό είναι το κόστος ευκαιρίας που συνδέεται με τις καθυστερήσεις όσον αφορά την προώθηση των προϊόντων στην αγορά.

Συνεπώς, η ΕΕΛΒ συνιστούσε ότι οι τροποποιήσεις της οδηγίας θα πρέπει α) να μειώσουν τις καθυστερήσεις όσον αφορά την κοινοποίηση, β) να αντικαταστήσουν την τρέχουσα διαδικασία με ανταλλαγή επικοινωνιών μεταξύ των ρυθμιστικών αρχών και γ) να αποσαφηνίσουν τον ρόλο και τις αρμοδιότητες των αρχών του κάθε κράτους μέλους.

- 2.2. Πολλαπλασιασμός των αμοιβαίων κεφαλαίων με μέγεθος που υπολείπεται του βέλτιστου. Το τοπίο της ευρωπαϊκής αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων χαρακτηρίζεται από μεγάλο αριθμό μικρών κεφαλαίων. Στο τέλος του 2006, το 54% των ευρωπαϊκών κεφαλαίων διαχειριζόταν στοιχεία ενεργητικού αξίας μικρότερης από 50 εκατ. ευρώ. Το μέσο ευρωπαϊκό αμοιβαίο κεφάλαιο είναι περισσότερο πέντε φορές μικρότερο από το αμερικανικό αντίστοιχό του. Η διαχείριση μεγάλων ομάδων μικρών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι δαπανηρή. Παρεμποδίζει την αξιοποίηση των οικονομιών κλίμακας και αυξάνει το κόστος. Η κατ' εκτίμηση ετήσια εξοικονόμηση μπορεί να ανέρχεται σε έως 6 δισ. ευρώ⁵.

Η ΕΕΛΒ κατέληγε στο συμπέρασμα ότι δύο μέτρα θα επιτρέψουν στον κλάδο των αμοιβαίων κεφαλαίων να αξιοποιήσει πλήρως τις δυνητικές οικονομίες κλίμακας: 1) ένα νομικό πλαίσιο για (διασυνοριακές) συγχωνεύσεις αμοιβαίων κεφαλαίων και 2) η δυνατότητα των ΟΣΕΚΑ να προβαίνουν σε «συγκέντρωση σε μια οντότητα» («entity pooling»).

- 2.3. Έλλειψη ευελιξίας κατά την οργάνωση της αλυσίδας προστιθέμενης αξίας του κλάδου. Αν και οι τροποποιήσεις του 2001 καθιέρωσαν το διαβατήριο για τη διαχειριστική εταιρεία για τους ΟΣΕΚΑ με εταιρική μορφή, σήμερα οι εταιρείες διαχείρισης δεν μπορούν να διαχειρίζονται έναν ΟΣΕΚΑ σε άλλο κράτος μέλος. Οι αμφισημίες στο κείμενο της οδηγίας και τα ζητήματα τα σχετικά με το διαχωρισμό της εποπτείας κατέστησαν αναποτελεσματικές τις σχετικές διατάξεις του 2001. Το αποτέλεσμα είναι ότι οι όμιλοι αμοιβαίων κεφαλαίων είναι υποχρεωμένοι να ιδρύουν μια πλήρη εταιρεία διαχείρισης σε κάθε κράτος μέλος στο οποίο επιθυμούν να διαθέτουν βάση για μια σειρά κεφαλαίων.

Η ΕΕΛΒ επεσήμανε ένα προφανές επιχείρημα υπέρ της καθιέρωσης λειτουργικού διαβατηρίου. Η καθιέρωση του διαβατηρίου της εταιρείας διαχείρισης θα γινόταν υπό την προϋπόθεση της εξεύρεσης αποτελεσματικών ως προς το κόστος και λειτουργικών λύσεων για την εξασφάλιση αποτελεσματικής εποπτείας και επιβολής

⁴ "A Harmonised, Simplified Approach to UCITS Registration", EFAMA και IMA, Απρίλιος 2005.

⁵ "Building an Integrated European Fund Management Industry: cross-border mergers of funds, a quick win?", Invesco, Ιανουάριος 2005

των διατάξεων όσον αφορά τα κεφάλαια των οποίων η διαχείριση γίνεται εξ αποστάσεως.

- 2.4. Αναποτελεσματικό απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο. Παρά την αποσαφήνιση με τη σύσταση της Επιτροπής το 2004⁶, το απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο απέτυχε στην αποστολή του να προσφέρει στους επενδυτές ένα χρήσιμο εργαλείο στο οποίο θα βασίζονταν τις επενδυτικές αποφάσεις τους. Το απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο είναι πολύ μακροσκελές και πολύπλοκο και, επομένως, έχει περιορισμένη αξία για τους επενδυτές. Ταυτόχρονα, η παραγωγή του απλοποιημένου ενημερωτικού δελτίου είναι σχετικά δαπανηρή και χρονοβόρα για τον κλάδο.

Η ΕΕΛΒ πρότεινε μια νέα προσέγγιση για το απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο, δηλαδή αλλαγές στην οδηγία που θα επικεντρώνονταν στις βασικές αρχές για τη γνωστοποίηση πληροφοριών στους επενδυτές και στη δυνατότητα προσδιορισμού των λεπτομερειών (π.χ. μορφή και περιεχόμενο) με μέτρα εφαρμογής.

3. ΣΧΕΛΙΑΣΜΟΣ ΤΩΝ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΩΝ ΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΣ ΛΕΥΚΗΣ ΒΙΒΛΟΥ

Κατά τον σχεδιασμό των νέων διατάξεων εξετάστηκαν διάφορες δυνατότητες. Οι επιλογές αυτές αξιολογήθηκαν με βάση τα κριτήρια της αποτελεσματικότητας, της ενοποίησης των αγορών και της προστασίας των επενδυτών. Οι επιπτώσεις παρουσιάζονται συνοπτικά στον συνημμένο πίνακα.

3.1. Αντιμετώπιση των φραγμών στη διάθεση των αμοιβαίων κεφαλαίων σε άλλο κράτος μέλος

Η διαδικασία κοινοποίησης

Το σχέδιο τροποποιήσεων παρουσίασε μια αναμόρφωση της διαδικασίας κοινοποίησης. Εξέταζε το ενδεχόμενο της απευθείας διαβίβασης από τη ρυθμιστική αρχή της χώρας καταγωγής στη ρυθμιστική αρχή της χώρας υποδοχής. Οι αρχές ενός κράτους μέλους υποδοχής δεν θα μπορούσαν να εμποδίσουν τη δραστηριότητα ενός δεόντως αδειοδοτημένου ΟΣΕΚΑ στο κράτος μέλος υποδοχής.

Οι απαντήσεις κατά τη διαβούλευση με βάση το σχέδιο τροποποιήσεων υποστήριξαν γενικά τις προτάσεις αλλά εξέφρασαν ορισμένες ανησυχίες σχετικά με τη δυνατότητα των αρχών της χώρας υποδοχής να επιβάλλουν μη εναρμονισμένους κανόνες για τη διαφήμιση. Κατά την οριστικοποίηση των προτάσεων, οι υπηρεσίες της Επιτροπής έκαναν σύγκριση ανάμεσα σε δύο πιθανές επιλογές:

- 1) διατήρηση της εκ των προτέρων⁷ επαλήθευσης, από πλευράς των ρυθμιστικών αρχών του κράτους μέλους υποδοχής, των ρυθμίσεων διάθεσης του ΟΣΕΚΑ στην αγορά αλλά μείωση του διαθέσιμου χρόνου για την εν λόγω επαλήθευση·

⁶ Σύσταση 2004/384/ΕΚ τα Επιτροπής, της 27^{ης} Απριλίου 2004, για ορισμένα στοιχεία του περιεχομένου του απλοποιημένου ενημερωτικού δελτίου, όπως προβλέπεται στο σχήμα Γ του παραρτήματος Ι της οδηγίας 85/611/ΕΟΚ του Συμβουλίου.

⁷ Δηλαδή, πριν από την είσοδο του ΟΣΕΚΑ στην αγορά του κράτους μέλους υποδοχής. (αντίστοιχα, οι έλεγχοι «εκ των υστέρων» πραγματοποιούνται αφού αρχίσει ο ΟΣΕΚΑ να διατίθεται στην αγορά του κράτους μέλους υποδοχής).

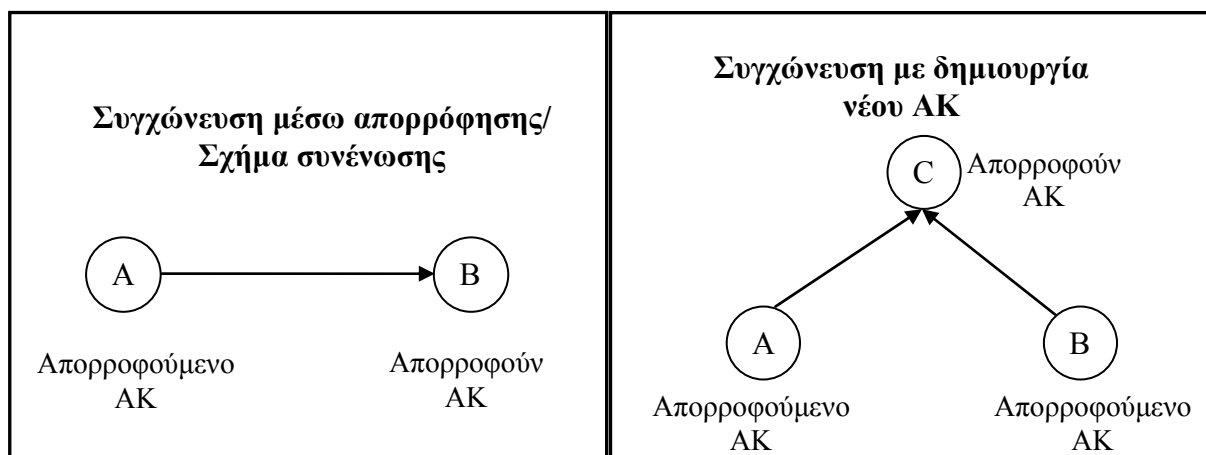
2) να επιτραπεί η άμεση διάθεση των ΟΣΕΚΑ στην αγορά του κράτους μέλους υποδοχής: οι έλεγχοι των ρυθμιστικών αρχών του κράτους μέλους υποδοχής πραγματοποιούνται εκ των υστέρων σε συνεχή βάση – επικεντρωνόμενοι κυρίως στους τοπικούς διαύλους διανομής.

Η ανάλυση που διενεργήθηκε δείχνει ότι η πρώτη επιλογή (επαλήθευση εκ των προτέρων) δεν θα βελτιώσει σημαντικά την τρέχουσα κατάσταση. Τα κόστη που συνδέονται με τη διαδικασία κοινοποίησης δεν θα μειωθούν αισθητά. Επίσης θα διατηρηθεί η αβεβαιότητα σχετικά με τον χρόνο εισόδου του ΟΣΕΚΑ στην αγορά στο κράτος μέλος υποδοχής. Στη συνέχεια, η διαδικασία κοινοποίησης θα συνεχίσει να λειτουργεί ως φραγμός για την είσοδο. Αυτό θα μειώσει τη διαθέσιμη προσφορά αμοιβαίων κεφαλαίων για τους επενδυτές και θα συγκαταστήσει τις δυνάμεις του ανταγωνισμού (καθώς και το θετικό αποτέλεσμα τους για τα τέλη που καταβάλλουν οι επενδυτές στα αμοιβαία κεφαλαία). Συνεπώς, μόνο η αποφασιστική απλούστευση της διαδικασίας θα έχει σημαντικά θετικό αποτέλεσμα. Αυτό επιτυγχάνεται με τη δεύτερη επιλογή. Υποστηρίχθηκε ότι η κατάργηση των εκ των προτέρων ελέγχων από τις ρυθμιστικές αρχές του κράτους μέλους υποδοχής μπορεί να υπονομεύσει την προστασία των επενδυτών. Ωστόσο, η ανάλυση επιπτώσεων συμπεραίνει ότι ο κίνδυνος αυτός είναι σχετικά μικρός.

3.2. Αντιμετώπιση του πολλαπλασιασμού των κεφαλαίων μικρού μεγέθους

α) Συγχώνευση κεφαλαίων

Το σχέδιο τροποποιήσεων παρουσίασε στους ενδιαφερομένους ένα προκαταρκτικό σχέδιο πλαισίου της ΕΕ για συγχωνεύσεις ΟΣΕΚΑ. Το προτεινόμενο πλαίσιο θα καλύπτει μια σειρά τεχνικών συγχώνευσης που είναι σε κοινή χρήση (βλ. παρακάτω σχήματα) και θα εφαρμόζεται τόσο στις εγχώριες όσο και στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις. Προτάθηκε επίσης μια σειρά απαιτήσεων για την έγκριση της συγχώνευσης από τις ρυθμιστικές αρχές και συγκεκριμένες διατάξεις για την προστασία των επενδυτών.



Η προτεινόμενη προσέγγιση υποστηρίχθηκε γενικά από όλες τις κατηγορίες ενδιαφερομένων. Ωστόσο, διατυπώθηκαν ορισμένες ανησυχίες σχετικά με την προστασία των επενδυτών όσον αφορά τα προτεινόμενα δικαιώματα των επενδυτών. Γι' αυτό, η αξιολόγηση των επιπτώσεων ανέλυσε δύο επιλογές:

- 1) Πληροφορίες για τη συγχώνευση παρέχονται μόνο στους επενδυτές του απορροφούμενου κεφαλαίου
- 2) Πληροφόρηση για τη συγχώνευση παρέχεται στους επενδυτές τόσο του απορροφούμενου όσο και του απορροφούντος κεφαλαίου.

Η ανάλυση των επιπτώσεων καταλήγει στο συμπέρασμα ότι καμία από τις επιλογές αυτές δεν είναι πλήρως ικανοποιητική τόσο από την άποψη της αποτελεσματικότητας όσο και από την άποψη της προστασίας των επενδυτών. Η πρώτη επιλογή ελαχιστοποιεί το διοικητικό κόστος για τον κλάδο αλλά δημιουργεί ορισμένες ανησυχίες σχετικά με την προστασία των επενδυτών· η δεύτερη επιλογή ελαχιστοποιεί τους κινδύνους που συνδέονται με την προστασία των επενδυτών αλλά είναι υπερβολικά δαπανηρή. Η ανάλυση θεωρεί ότι η προτιμητέα επιλογή πολιτικής είναι ένας συνδυασμός των δύο επιλογών. Αυτό μπορεί να σημαίνει ότι παρέχονται συστηματικά πληροφορίες στους επενδυτές του απορροφούμενου κεφαλαίου αλλά, σε ορισμένες περιπτώσεις, και στους επενδυτές του απορροφούντος κεφαλαίου. Συνιστάται, για παράδειγμα, η ρυθμιστική αρχή που είναι υπεύθυνη να αποφασίσει σχετικά με την πρόταση συγχώνευσης να αξιολογεί τον δυνητικό αντίκτυπο της συγχώνευσης για τους επενδυτές του απορροφούντος κεφαλαίου και να αποφασίσει, κατά περίπτωση, ότι πρέπει να ενημερωθούν και αυτοί οι επενδυτές.

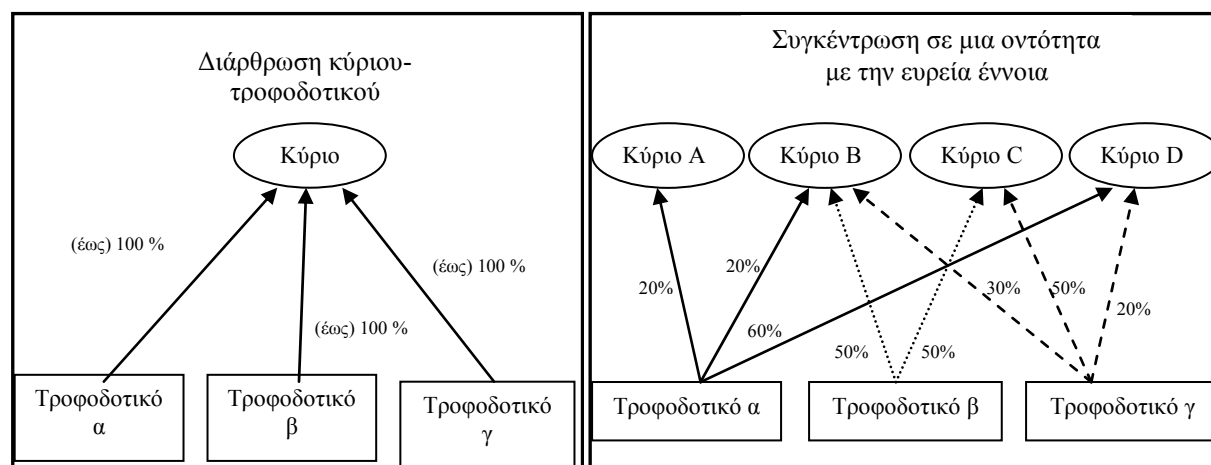
β) Συγκέντρωση στοιχείων ενεργητικού

Η έκθεση ΕΕΛΒ επεσήμανε δύο πιθανές τεχνικές συγκέντρωσης στοιχείων ενεργητικού: τη συγκέντρωση σε μια οντότητα με την ευρεία έννοια και τις δομές «κύριου - τροφοδοτικού κεφαλαίου». Οι έννοιες αυτές παρουσιάζονται στα παρακάτω σχήματα.

Το σχέδιο τροποποιήσεων παρουσίασε συνοπτικά τις αλλαγές που είναι απαραίτητο να γίνουν στην οδηγία ΟΣΕΚΑ προκειμένου να υπάρξει ένα πλαίσιο για τη συγκέντρωση σε μια οντότητα. Με βάση μια προκαταρκτική εκτίμηση επιπτώσεων, οι προτάσεις του σχεδίου τροποποιήσεων επικεντρώθηκαν σε δομές κύριου - τροφοδοτικού κεφαλαίου. Οι συμμετέχοντες στη διαβούλευση θεώρησαν το προτεινόμενο πλαίσιο αρκετά δεσμευτικό. Όσον αφορά την επιλεγείσα τεχνική για συγκέντρωση σε μια οντότητα, η πλειονότητα των συμμετεχόντων υποστήριξαν την επιλογή αυτή. Υπήρξαν ωστόσο ορισμένοι συμμετέχοντες που κάλεσαν την Επιτροπή να εξετάσει το ενδεχόμενο καθιέρωσης ενός πλαισίου για συγκέντρωση σε μια οντότητα με την ευρεία έννοια. Συνεπώς, η ανάλυση των επιπτώσεων επικεντρώθηκε στις παρακάτω επιλογές:

1) Να επιτραπεί η συγκέντρωση σε μια οντότητα με την ευρεία έννοια.

2) Να επιτραπούν οι δομές κύριου - τροφοδοτικού κεφαλαίου.



Η δυνατότητα εφαρμογής της συγκέντρωσης σε μια οντότητα με την ευρεία έννοια μπορεί να προσφέρει σημαντικά πλεονεκτήματα για τους παράγοντες του κλάδου. Η ευελιξία όσον αφορά τη διαμόρφωση των τροφοδοτικών κεφαλαίων θα επιτρέπει στους φορείς προώθησης

των κεφαλαίων να προσαρμόζουν το φάσμα των κεφαλαίων τους στις μεταβαλλόμενες τάσεις και απαιτήσεις των επενδυτών. Ωστόσο, η Επιτροπή θεωρεί ότι η καθιέρωση της δυνατότητας αυτής θα ισοδυναμεί με χαλάρωση των υφιστάμενων διατάξεων για ΟΣΕΚΑ του τύπου «κεφάλαια κεφαλαίων» («fund of funds»)⁸. Η χαλάρωση αυτών των απαιτήσεων διαφοροποίησης μπορεί να έχει σημαντικές ακούσιες συνέπειες για τους επενδυτές. Συνεπώς, η ανάλυση αξιολόγησης του αντικτύπου καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η απλή επιλογή κύριου – τροφοδοτικού κεφαλαίου είναι προτιμητέα, τόσο από άποψη αποτελεσματικότητας όσο και από άποψη προστασίας των επενδυτών.

3.3. Αντιμετώπιση της έλλειψης οργανωτικής ευελιξίας

Το διαβατήριο της εταιρείας διαχείρισης

Το σχέδιο τροποποιήσεων προσπάθησε να πετύχει ισορροπία ανάμεσα σε ένα περιεκτικό διαβατήριο της εταιρείας διαχείρισης και στις ανησυχίες σχετικά με την εποπτεία. Το προτεινόμενο πλαίσιο περιλάμβανε διατάξεις που είχαν σκοπό να εξασφαλίσουν ένα ελάχιστο περιεχόμενο όσον αφορά την έδρα του αμοιβαίου κεφαλαίου και να ενισχύσουν τους μηχανισμούς συνεργασίας των εποπτικών αρχών.

Σε αντίθεση με τα άλλα τέσσερα θέματα, οι απαντήσεις κατά τη διαβούλευση για το σχέδιο τροποποιήσεων απέκλιναν αρκετά όσον αφορά την πρόταση αυτή. Οι συμμετέχοντες εκπρόσωποι του κλάδου εξέφρασαν την απογοήτευσή τους σχετικά με το προτεινόμενο πεδίο κάλυψης του διαβατηρίου. Άλλοι συμμετέχοντες, κυρίως εθνικές αρχές, θεώρησαν ότι η προτεινόμενη προσέγγιση δεν εξασφαλίζει σαφή ορισμό των αντίστοιχων αρμοδιοτήτων των ρυθμιστικών αρχών. Έχοντας υπόψη τις θεμελιώδεις ερωτήσεις που τέθηκαν κατά τη διάρκεια της διαβούλευσης, η ανάλυση επιπτώσεων επικεντρώθηκε στις εξής επιλογές:

- 1) Διατήρηση του υφιστάμενου καθεστώτος (δηλαδή καμία ενέργεια)
- 2) Εφαρμογή του διαβατηρίου της εταιρείας διαχείρισης για τα εταιρικής μορφής αμοιβαία κεφάλαια και επέκτασή του στα συμβατικής μορφής αμοιβαία κεφάλαια
- 3) Εφαρμογή του διαβατηρίου της εταιρείας διαχείρισης για τα εταιρικής μορφής αμοιβαία κεφάλαια.

Από την ανάλυση της Επιτροπής φαίνεται ότι η απουσία ενός διαβατηρίου της εταιρείας διαχείρισης στερεί από τον κλάδο την ευελιξία όσον αφορά την επιλογή της έδρας των λειτουργιών καθώς και την εξοικονόμηση δαπανών. Οι εργασίες στη συνέχεια του σχεδίου τροποποιήσεων επικεντρώθηκαν στον σχεδιασμό διατάξεων που αποφεύγουν τα κενά κανονιστικών ρυθμίσεων, την αβεβαιότητα ή την υπερβολική επιβάρυνση με τους εξής τρόπους: 1) αποσαφήνιση των αντίστοιχων αρμοδιοτήτων του επόπτη του αμοιβαίου κεφαλαίου και του επόπτη της εταιρείας διαχείρισης, 2) θέσπιση μηχανισμών που παρέχουν στον επόπτη και στον θεματοφύλακα του αμοιβαίου κεφαλαίου μέσα για την παρακολούθηση και την επιβολή της συμμόρφωσης με τους ισχύοντες κανόνες στην έδρα του αμοιβαίου κεφαλαίου και 3) διασφάλιση ότι η εταιρεία διαχείρισης και ο επόπτης της παρέχουν κάθε απαραίτητη υποστήριξη στον επόπτη και τον θεματοφύλακα του αμοιβαίου κεφαλαίου.

⁸ Κεφάλαιο κεφαλαίων («fund of funds») είναι ένα κεφάλαιο του οποίου το χαρτοφυλάκιο απαρτίζεται βασικά από κεφάλαια (και ρευστότητα). Η οδηγία ΟΣΕΚΑ περιλαμβάνει ένα σύνολο κανόνων τους οποίους πρέπει να τηρούν οι ΟΣΕΚΑ που είναι κεφάλαια κεφαλαίων, ιδίως την υποχρέωση να επενδύουν σε πέντε τουλάχιστον κεφάλαια.

Οι εργασίες για τον σχεδιασμό αποτελεσματικών διατάξεων δείχνουν τις εξής απαιτήσεις και συνέπειες:

- Απαιτείται εκτεταμένη ανταλλαγή πληροφοριών και υποχρέωσης υποβολής εκθέσεων μεταξύ της εταιρείας διαχείρισης, του επόπτη του αμοιβαίου κεφαλαίου, του επόπτη της εταιρείας διαχείρισης, του φορέα διοίκησης του κεφαλαίου και του θεματοφύλακα.
- Παραμένουν ανοικτά πολλά ζητήματα για τις αντίστοιχες αρμοδιότητες – ο επόπτης του κεφαλαίου και ο θεματοφύλακας θα εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από την εταιρεία διαχείρισης και τον επόπτη της εταιρείας διαχείρισης για την εκτέλεση των καθηκόντων τους. Υπάρχουν ανησυχίες ότι δεν θα υπάρχει σωστή ευθυγράμμιση ανάμεσα στα κίνητρα και τις αρμοδιότητες.
- Παραμένουν οι ανησυχίες σχετικά με την επιβολή, ιδίως όσον αφορά τα συμβατικής μορφής αμοιβαία κεφάλαια. Δεδομένου ότι αυτή είναι η μοναδική υφιστάμενη μορφή ΟΣΕΚΑ σε 13 κράτη μέλη, ο οικονομικός αντίκτυπος του διαβατηρίου της εταιρείας διαχείρισης για τα εταιρικής μορφής αμοιβαία κεφάλαια φαίνεται ότι θα είναι περιορισμένος.

Συνεπώς, η εκτίμηση επιπτώσεων συμπεραίνει ότι το είδος των διατάξεων που απαιτούνται για την καθιέρωση του διαβατηρίου της εταιρείας διαχείρισης συνεπάγεται υπερβολική γραφειοκρατία και διοικητικές δαπάνες. Οι εν λόγω διατάξεις δεν θα εξαλείψουν πλήρως τους κινδύνους εποπτείας που συνδέονται με τη διασυνοριακή διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα δυνητικά μειονεκτήματα θεωρείται ότι υπερκαλύπτουν τα προσδοκώμενα οφέλη. Συνεπώς, η Επιτροπή προτείνει να μη μεταβληθούν οι διατάξεις της οδηγίας ως προς το ζήτημα αυτό αλλά να διατηρηθεί το υφιστάμενο καθεστώς βάσει του οποίου οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων πραγματοποιούν τη διασυνοριακή διαχείριση με λύσεις βασισμένες σε ανάθεση αρμοδιοτήτων. Η Επιτροπή προτίθεται να ζητήσει από την ΕΡΑΑΚΑ συμβουλές σχετικά με ασφαλείς, αποτελεσματικές και αποδοτικές ως προς το κόστος λύσεις που θα μπορούν να εξασφαλίσουν εμπιστοσύνη όσον αφορά ένα φάσμα ζητημάτων σχετικών με την εποπτεία και τη διαχείριση κινδύνων.

3.4. Αντιμετώπιση της αναποτελεσματικότητας του απλοποιημένου ενημερωτικού δελτίου

Βασικές πληροφορίες για τους επενδυτές

Η ΕΕΛΒ πρότεινε μια σειρά πιθανών τροποποιήσεων όσον αφορά την έκταση, το περιεχόμενο και ακόμη και το όνομα του απλοποιημένου ενημερωτικού δελτίου (το οποίο μερικοί θεωρούν ότι προκαλεί σύγχυση). Σ' αυτή τη βάση, το σχέδιο τροποποιήσεων παρουσίασε μια νέα προσέγγιση για την πληροφόρηση των επενδυτών: την έννοια των βασικών πληροφοριών για τους επενδυτές (ΒΠΕ). Πρότεινε την ιδέα ενός συνόλου δίκαιων, σαφών και μη παραπλανητικών πληροφοριών. Οι ενδιαφερόμενοι γενικά δέχθηκαν ευνοϊκά το προτεινόμενο πλαίσιο. Ωστόσο, οι συμμετέχοντες στη διαβούλευση εξέφρασαν διαφορετικές απόψεις σχετικά με το γεγονός ότι η πρόταση δεν απαιτεί την παρουσίαση των ΒΠΕ σε ένα ενιαίο έγγραφο. Συνεπώς, η ανάλυση επικεντρώνεται στον αντίκτυπο δύο πιθανών επιλογών:

1) Οι ΒΠΕ παρέχονται με τη μορφή ενοτήτων που δεν είναι αναγκαστικά ενσωματωμένες σε ένα ενιαίο έγγραφο.

2) Οι ΒΠΕ παρέχονται ως ενιαίο αυτοτελές έγγραφο.

Η προσέγγιση των ενοτήτων θα επιτρέπει μεγαλύτερη ευελιξία όσον αφορά την παρουσίαση των πληροφοριών. Στην περίπτωση αυτή, θα είναι δυνατή η προσαρμογή των πληροφοριών ανάλογα με το είδος του επενδυτή ή/και τους διαύλους διανομής και τις μεθόδους που χρησιμοποιούνται. Ωστόσο, το ενιαίο έγγραφο θα είναι κατά πάσα πιθανότητα απλούστερο σε χρήση για τους επενδυτές. Οι επενδυτές θα είναι επίσης σε θέση να κάνουν συγκρίσεις μεταξύ των προϊόντων. Αυτή η ικανότητα σύγκρισης μεταξύ των αμοιβαίων κεφαλαίων αναμένεται ότι, μεσοπρόθεσμα, θα ενθαρρύνει τις δυνάμεις του ανταγωνισμού και επομένως θα ασκήσει πίεση στις τιμές (τέλη). Επιπλέον, από την άποψη του κόστους συμμόρφωσης, η προσέγγιση των ενοτήτων θα συνεπάγεται υψηλότερες δαπάνες προσαρμογής για τον κλάδο. Επομένως το ενιαίο αυτοτελές έγγραφο φαίνεται ότι είναι η επιλογή που ανταποκρίνεται καλύτερα στους στόχους της προστασίας των επενδυτών και της αποτελεσματικότητας.

4. Η ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΗ ΛΕΣΜΗ ΜΕΤΡΩΝ

Συνεπώς, η εκτίμηση επιπτώσεων συνιστά ενέργειες με τους εξής στόχους:

- (1) Ριζική απλούστευση της διαδικασίας κοινοποίησης
- (2) Διευκόλυνση της συγχώνευσης αμοιβαίων κεφαλαίων
- (3) Δυνατότητα δομών κυρίου – τροφοδοτικού κεφαλαίου (συγκέντρωση)
- (4) Εκτεταμένη αναμόρφωση του απλοποιημένου ενημερωτικού δελτίου

Οι οικονομίες που αναμένεται ότι θα επιτευχθούν με τα προτεινόμενα μέτρα έχουν τη μορφή τόσο στατικής εξοικονόμησης κόστους για τον κλάδο και τους επενδυτές όσο και δυναμικών οφελών που συνδέονται με τον ανταγωνισμό και τα κέρδη παραγωγικότητας. Μπορούν να εξοικονομηθούν αρκετά δισεκατομμύρια ευρώ ετησίως από τα άμεσα κέρδη αποτελεσματικότητας. Αυτά θα καταλήξουν βαθμιαία στους επενδυτές· ορισμένα με τη μορφή υψηλότερων αποδόσεων (λόγω των χαμηλότερων δαπανών των αμοιβαίων κεφαλαίων), άλλα, με τη μορφή χαμηλότερων τελών, λόγω της πίεσης από την αύξηση του ανταγωνισμού και της διευκόλυνσης χάρη στη δυνατότητα των επενδυτών να κάνουν συγκρίσεις μεταξύ των κεφαλαίων. Η αύξηση της ευελιξίας όσον αφορά την οργάνωση και τη διεξαγωγή των δραστηριοτήτων των αμοιβαίων κεφαλαίων και οι απλουστευμένες διαδικασίες αναμένεται ότι θα δημιουργήσουν νέες επιχειρηματικές ευκαιρίες και, χάρη στη μείωση του διοικητικού φόρτου, θα αυξήσουν την ανταγωνιστικότητα του κλάδου των αμοιβαίων κεφαλαίων σε σχέση με άλλα προϊόντα και αγορές. Η αύξηση της ενοποίησης της αγοράς αμοιβαίων κεφαλαίων θα προσφέρει επίσης στον ευρωπαϊό επενδυτή μια διευρυμένη επιλογή αμοιβαίων κεφαλαίων με καλύτερες επιδόσεις. Η διατήρηση των υψηλών επιπέδων προστασίας των επενδυτών που προσφέρουν ήδη οι ΟΣΕΚΑ θα ενισχύσει την ελκυστικότητά τους εντός και εκτός της ΕΕ. Μακροπρόθεσμα αυτοί οι θετικοί παράγοντες θα συμβάλουν στην ενίσχυση της οικονομικής αποτελεσματικότητας και της ανταγωνιστικότητας και, συνεπώς, θα συμβάλουν στην επίτευξη των στόχων της στρατηγικής της Λισσαβόνας σ' αυτόν τον συμβατικό τομέα.

Παράρτημα: Συνοπτική επισκόπηση της ανάλυσης της εκτίμησης επιπτώσεων

(Οι προτιμητέες επιλογές με μαύρα στοιχεία)

	Επιπτώσεις στα εξής:		Υπέρ:
Διαθέσιμες επιλογές	Προστασία των επενδυτών	Αποτελεσματικότητα	Ενοποίηση της αγοράς
Κοινοποίηση			
Επαλήθευση εκ των προτέρων (των ρυθμίσεων εμπορίας)	+	-	όχι
Συνεχιζόμενοι έλεγχοι εκ των υστέρων	+/ $\approx$	+	ναι
Συγχωνεύσεις αμοιβαίων κεφαλαίων			
Πληροφόρηση μόνο στους επενδυτές του απορροφούμενου κεφαλαίου	-	+	ναι
Πληροφόρηση σε όλους τους επενδυτές ¹	+	-	όχι
Συγκέντρωση σε μια οντότητα			
Δυνατότητα συγκέντρωσης σε μια οντότητα με την ευρεία έννοια	-	+/-	ναι
Δυνατότητα ύπαρξης δομών κύριου – τροφοδοτικού αμοιβαίου κεφαλαίου	+	+	ναι
Διαβατήριο της εταιρείας διαχείρισης			
Καμία ενέργεια²	+/-	-	όχι
Διαβατήριο εταιρείας διαχείρισης για εταιρικής μορφής και συμβατικής μορφής κεφάλαια	--	$\approx$	ναι
Πρακτική εφαρμογή του διαβατηρίου εταιρείας διαχείρισης για εταιρικής μορφής κεφάλαια	-	-	ναι
Απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο			
Παροχή ΒΠΕ με τη μορφή ενοτήτων	+/-	-	όχι
Παροχή ΒΠΕ ως ενιαίου αυτοτελούς εγγράφου	+	+	ναι

¹ Μόνο σε ορισμένες περιπτώσεις

² Ακόμη και αν αυτή η επιλογή δεν φαίνεται σαφώς ότι είναι ανώτερη, η ανάλυση επεσήμανε σημαντικές ανησυχίες όσον αφορά την εφικτότητα των δύο άλλων επιλογών

Αξιολόγηση: '+' = θετική· '-' = αρνητική· $\approx$ = ουδέτερη