

## I

(Ψηφίσματα, συστάσεις και γνωμοδοτήσεις)

## ΣΥΣΤΑΣΕΙΣ

## ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΣΥΣΤΗΜΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

## ΣΥΣΤΑΣΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΣΥΣΤΗΜΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

της 20ής Δεκεμβρίου 2012

για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς

(ΕΣΣΚ/2012/1)

(2013/C 146/01)

ΤΟ ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΣΥΣΤΗΜΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ,

Έχοντας υπόψη τον κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 1092/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 24ης Νοεμβρίου 2010, σχετικά με τη μακροπροληπτική επίβλεψη του χρηματοοικονομικού συστήματος της Ευρωπαϊκής Ένωσης και τη σύσταση Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου<sup>(1)</sup>, και ιδίως το άρθρο 3 παράγραφος 2 στοιχεία β), δ) και στ) και τα άρθρα 16 έως 18,

Έχοντας υπόψη την απόφαση ΕΣΣΚ/2011/1 του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου, της 20ής Ιανουαρίου 2011, για τη θέσπιση του εσωτερικού κανονισμού του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου<sup>(2)</sup>, και ιδίως το άρθρο 15 παράγραφος 3 στοιχείο ε) και τα άρθρα 18 έως 20,

Εκτιμώντας τα ακόλουθα:

- (1) Τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς (ΑΚΧΑ), παρόλο που υπόκεινται στο κανονιστικό πλαίσιο των αγορών κινητών αξιών, αποτελούν βασική συνιστώσα του σκιάδους τραπεζικού συστήματος, ιδίως για το λόγο ότι μετασηματίζουν τη ρευστότητα και τη ληκτότητα, και μπορούν επομένως να προκαλέσουν συστημικό κίνδυνο.
- (2) Οι επενδυτές ενδέχεται να θεωρήσουν ότι τα ΑΚΧΑ, ιδίως τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, τα οποία προσπαθούν να διατηρήσουν αμετάβλητη την ονομαστική αξία, αποτελούν ασφαλή εναλλακτική επιλογή αντί των τραπεζικών καταθέσεων. Ωστόσο, τα ΑΚΧΑ δεν έχουν άμεση πρόσβαση σε κάποιο δίκτυ ασφαλείας, όπως χρηματοδότηση από κεντρική τράπεζα και εγγύηση καταθέσεων. Ελλοχεύει επομένως ο κίνδυνος σύγχυσης με τις τραπεζικές καταθέσεις, οι οποίες ωφελούνται από ένα τέτοιου είδους δίκτυ ασφαλείας.
- (3) Κατά κανόνα, τα ΑΚΧΑ δεν προστατεύονται από συμφωνίες για ρητή και αμετάκλητη υποστήριξη από τις ανάδοχες εταιρείες τους, οι οποίες συχνά είναι τράπεζες, παρόλο που

υπήρξαν περιπτώσεις όπου οι εν λόγω εταιρείες υποστήριξαν εκ των υστέρων με ενεργό τρόπο και κατά τη διακριτική τους ευχέρεια ΑΚΧΑ που αντιμετώπιζαν προβλήματα.

- (4) Οικονομικές μελέτες παρέχουν ενδείξεις ότι η λειτουργία και η φύση των ΑΚΧΑ τα καθιστούν ευάλωτα σε αποσταθεροποιητικές μαζικές αποσύρσεις των επενδυτών, οι οποίες μπορούν πολύ γρήγορα να εξαπλωθούν μεταξύ των διαφόρων αμοιβαίων κεφαλαίων, περιορίζοντας τη ρευστότητα και τη διαθεσιμότητα βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης, ιδίως για τις τράπεζες. Ο κίνδυνος μαζικής απόσυρσης των επενδυτών μπορεί να είναι μεγαλύτερος για τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής αξίας στοιχείων ενεργητικού, στις περιπτώσεις που δημιουργηθεί η εντύπωση ότι αυτά δεν θα καταφέρουν να ανταποκριθούν στις προσδοκίες των επενδυτών για εξόφληση στην ονομαστική αξία.
- (5) Παρόλο που τα ΑΚΧΑ δεν προκάλεσαν τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 – 2008, οι επιδόσεις τους κατά την περίοδο της χρηματοπιστωτικής αναταραχής έφεραν στο φως την ικανότητά τους να εξαπλώνουν μια κρίση ή ακόμη και να αυξάνουν τις διαστάσεις της. Η εμπειρία από την κρίση του 2007 – 2008 κατέδειξε ότι τα ΑΚΧΑ μπορεί να είναι ευάλωτα στη μαζική απόσυρση επενδυτών και να χρειάζονται την υποστήριξη αναδόχων εταιρειών, ιδίως για να διατηρήσουν τη σταθερή τους καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού.
- (6) Συνεπώς, δυνητικοί συστημικοί κίνδυνοι προερχόμενοι από τα ΑΚΧΑ συνδέονται με το πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης των επενδυτών, το οποίο είναι ιδιαίτερα συνυφασμένο με τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, το σιωπηρό χαρακτήρα της υποστήριξης των αναδόχων εταιρειών, την οποία και παρέχουν κατά τη διακριτική τους ευχέρεια, και την υψηλή διασύνδεση των ΑΚΧΑ με το υπόλοιπο χρηματοπιστωτικό σύστημα, ιδίως με τράπεζες και χρηματαγορές.
- (7) Κατόπιν αξιολόγησης των αιτίων της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης, διάφορες εθνικές ρυθμιστικές αρχές και

<sup>(1)</sup> ΕΕ L 331 της 15.12.2010, σ. 1.

<sup>(2)</sup> ΕΕ C 58 της 24.2.2011, σ. 4.

διεθνείς οργανισμοί επεσήμαναν την ανάγκη διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στον κλάδο των ΑΚΧΑ. Στις 27 Οκτωβρίου 2011, το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΣΧΣ) δημοσίευσε μια δέση αρχικών συστάσεων για την ενίσχυση της επίβλεψης και της κανονιστικής ρύθμισης του σκιάδους τραπεζικού συστήματος. Συγκεκριμένα, το ΣΧΣ χαρακτήρισε ως κρίσιμα ζητήματα, τα οποία πρέπει να εξεταστούν, την υποχρεωτική μετάβαση στη μεταβλητή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού, την επιβολή κεφαλαιακών απαιτήσεων και απαιτήσεων ρευστότητας στα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, καθώς και άλλες πιθανές προσεγγίσεις κανονιστικής φύσης.

- (8) Κατόπιν αιτήματος του ΣΧΣ, ο Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (International Organization of Securities Commissions – IOSCO) εξέδωσε στις 9 Οκτωβρίου 2012 συστάσεις πολιτικής με σκοπό το μετριασμό του βαθμού στον οποίο τα ΑΚΧΑ είναι ευάλωτα στις μαζικές αποσύρσεις των επενδυτών. Παρόλο που ένα σημαντικό μέρος των ως άνω συστάσεων έχει ήδη ληφθεί υπόψη σε ευρωπαϊκό επίπεδο, παραμένουν ορισμένα κενά.
- (9) Οι ρυθμιστικές αρχές των ΗΠΑ επιλήφθηκαν της αναθεώρησης του πλαισίου των ΑΚΧΑ. Συγκεκριμένα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Securities and Exchange Commission – SEC) αναθεώρησε τον κανόνα της 2a-7. Επιπροσθέτως, στις 13 Νοεμβρίου 2012, το Συμβούλιο Επίβλεψης Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας έδωσε σε δημόσια διαβούλευση προτεινόμενες συστάσεις σχετικά με τη μεταρρύθμιση των αμοιβαίων κεφαλαίων χρηματαγοράς.
- (10) Το Μάιο του 2010, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών δημοσίευσε κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με έναν κοινό ορισμό των ευρωπαϊκών «ΑΚΧΑ» προκειμένου να καθιερωθούν νέα κοινά πρότυπα για την αντιμετώπιση των αδυναμιών που αντιμετωπίστηκαν στη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Συγκεκριμένα, οι κατευθυντήριες γραμμές επιβάλλουν αυστηρά πρότυπα όσον αφορά την ποιότητα και τη διάρκεια του χαρτοφυλακίου, τη διαχείριση κινδύνων και τη δημοσίευση στοιχείων. Οι εν λόγω μη δεσμευτικές κατευθυντήριες γραμμές αφορούν όλα τα ΑΚΧΑ (ΟΣΕΚΑ και μη) και ενσωματώθηκαν από τα κράτη μέλη σε εθνικό επίπεδο.
- (11) Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκδήλωσε την πρόθεσή της να καταρτίσει νέα νομοθετικά μέτρα όσον αφορά τους ΟΣΕΚΑ σε επίπεδο Ένωσης, αξιολογώντας κυρίως την ανάγκη για λεπτομερέστερη και πιο εναρμονισμένη ρύθμιση των ΑΚΧΑ <sup>(1)</sup>.
- (12) Σύμφωνα με τον κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 1092/2010, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ) μπορεί να απευθύνει συστάσεις στην Επιτροπή και όσον αφορά τη συναφή νομοθεσία της Ένωσης. Οι εν λόγω συστάσεις στόχο έχουν την παροχή σχετικής καθοδήγησης στην Επιτροπή, καθώς και στην ΕΑΚΑΑ στο πλαίσιο των συμβουλευτικών και ρυθμιστικών της καθηκόντων.
- (13) Παρόλο που μαζικές αποσύρσεις επενδυτών μπορούν να συμβούν σε όλους τους τύπους αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία εμφανίζουν ασυμφωνίες ως προς τη ληκτότητα ή τη ρευστότητα, τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας

στοιχείων ενεργητικού έχουν χαρακτηριστικά τα οποία υποδηλώνουν ότι είναι πιθανότερο ένας επενδυτής να επιδιώξει το πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης σε περιόδους εντάσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η μετατροπή σε αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού μπορεί να μειώσει το κίνητρο μαζικής απόσυρσης των μεριδιούχων όταν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο καταγράφει μέτριας έκτασης ζημία και επίσης να αυξήσει τη διαφάνεια των τιμών. Μπορεί ακόμη να συμβάλει στην αντιμετώπιση των συστημικών κινδύνων που συναρτώνται με τη διασύνδεση των ΑΚΧΑ με ανάδοχες εταιρείες και να μειώσει την ανάγκη προσφυγής στην υποστήριξη των αναδόχων, καθώς και τη σημασία της υποστήριξης αυτής.

- (14) Η εν γένει εφαρμογή από τα ΑΚΧΑ της αποτίμησης στην εύλογη αξία —και σε περιορισμένες μόνο περιπτώσεις της αποτίμησης στο αποσβεσθέν κόστος— θα παρέχει διαφάνεια τιμών στους επενδυτές, θα τους βοηθά να κατανοούν καλύτερα τους εγγενείς κινδύνους των ΑΚΧΑ και θα καταστήσει σαφέστερη τη διαφορά μεταξύ ΑΚΧΑ και τραπεζικών καταθέσεων.
- (15) Με τα ρευστά διαθέσιμα τα ΑΚΧΑ εξοφλούν τους μεριδιούχους και αποτρέπουν τυχόν ζημιές από την εκποίηση στοιχείων ενεργητικού σε πολύ χαμηλές τιμές, αποφεύγοντας με τον τρόπο αυτόν τη μετάδοση αρνητικών επιδράσεων σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία διακρατούν παρόμοιους τίτλους. Συνεπώς, η διακράτηση σαφώς καθορισμένων ελάχιστων ρευστών διαθεσίμων διάρκειας μίας ημέρας και μίας εβδομάδας θα διασφαλίζει ότι τα ΑΚΧΑ είναι σε θέση να ικανοποιούν πιθανά αιτήματα υψηλόποσων εξοφλήσεων από επενδυτές και να αντιμετωπίζουν διασπήματα μεταβλητότητας της αγοράς. Αποτελεσματικά εργαλεία για την αντιμετώπιση προβλημάτων ρευστότητας, όπως η προσωρινή αναστολή εξοφλήσεων, θα βοηθά τα ΑΚΧΑ να αντεπεξέρχονται σε περιόδους εντάσεων.
- (16) Η υποχρέωση δημοσιοποίησης πρόσθετων πληροφοριών από τα ΑΚΧΑ όσον αφορά σημαντικά χαρακτηριστικά τους, όπως η απουσία εγγύησης κεφαλαίου, η υποστήριξη από ανάδοχες εταιρείες και οι μέθοδοι αποτίμησης θα διασφαλίζει ότι οι επενδυτές γνωρίζουν με σαφήνεια τους υφιστάμενους κινδύνους.
- (17) Η υποβολή λεπτομερέστερων στοιχείων από τα ΑΚΧΑ θα επιτρέπει στις εποπτικές αρχές να κατανοούν καλύτερα τις εξελίξεις στον τομέα των ΑΚΧΑ και να εντοπίζουν πηγές κινδύνου. Συνεπώς, η τακτική υποβολή στοιχείων από τα ΑΚΧΑ θα πρέπει να ενισχυθεί περαιτέρω, ιδίως όσον αφορά τη σύνθεση του ενεργητικού και του παθητικού τους, την εφαρμογή της μεθόδου αποτίμησης στο αποσβεσθέν κόστος και την τυχόν υποστήριξη από ανάδοχο. Η αρμόδια εθνική εποπτική αρχή θα πρέπει να ανταλλάσσει τις σχετικές πληροφορίες με άλλες αρμόδιες εθνικές και ευρωπαϊκές αρχές.
- (18) Σύμφωνα με την αιτιολογική σκέψη 29 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1092/2010, κατά την προετοιμασία της παρούσας σύστασης ελήφθησαν υπόψη οι παρατηρήσεις των ενδιαφερόμενων φορέων του ιδιωτικού τομέα.
- (19) Η παρούσα σύσταση δεν επηρεάζει τις αρμοδιότητες των κεντρικών τραπεζών της Ένωσης όσον αφορά τη νομισματική πολιτική.

<sup>(1)</sup> Διαβούλευση της 26ης Ιουλίου 2012 για τη θέσπιση κανόνων όσον αφορά τα προϊόντα, τη διαχείριση ρευστότητας, τους θεματοφύλακες, τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς, τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις (Consultation on Product Rules, Liquidity Management, Depository, Money Market Funds, Long-term Investments).

- (20) Οι συστάσεις του ΕΣΣΚ δημοσιεύονται αφού ενημερωθεί το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης σχετικά με την πρόθεση αυτή του γενικού συμβουλίου και εφόσον έχει δοθεί στο Συμβούλιο η ευκαιρία να αντιδράσει,

ΕΞΕΔΩΣΕ ΤΗΝ ΠΑΡΟΥΣΑ ΣΥΣΤΑΣΗ:

ΕΝΟΤΗΤΑ 1

ΣΥΣΤΑΣΕΙΣ

#### Σύσταση Α – Υποχρεωτική μετάβαση σε μεταβλητή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού

Συνιστάται στην Επιτροπή να διασφαλίσει ότι η σχετική νομοθεσία της Ένωσης:

1. απαιτεί από τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς (ΑΚΧΑ) να έχουν κυμαινόμενη καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού·
2. απαιτεί από τα ΑΚΧΑ τη γενική εφαρμογή της αποτίμησης με την εύλογη αξία και τον περιορισμό της αποτίμησης στο αποσβεσθέν κόστος σε περιορισμένο αριθμό προκαθορισμένων συνθηκών.

#### Σύσταση Β – Απαιτήσεις ρευστότητας

Συνιστάται στην Επιτροπή να διασφαλίσει ότι η σχετική νομοθεσία της Ένωσης:

1. συμπληρώνει τις υπάρχουσες απαιτήσεις ρευστότητας για τα ΑΚΧΑ με την επιβολή διακράτησης από αυτά σαφώς καθορισμένων ελάχιστων ρευστών διαθεσίμων διάρκειας μίας ημέρας και μίας εβδομάδας·
2. ενισχύει την αρμοδιότητα των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων όσον αφορά την παρακολούθηση του κινδύνου ρευστότητας·
3. εγγυάται ότι οι εθνικές εποπτικές αρχές και οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν προβλέψει αποτελεσματικά εργαλεία, π.χ. προσωρινή αναστολή των εξοφλήσεων, ώστε να αντιμετωπιστούν τα προβλήματα ρευστότητας σε περιόδους εντάσεων που οφείλονται σε εξελίξεις τόσο σε επίπεδο αμοιβαίου κεφαλαίου όσο και σε επίπεδο αγοράς συνολικά.

#### Σύσταση Γ – Δημοσιοποίηση

Συνιστάται στην Επιτροπή να διασφαλίσει ότι η σχετική νομοθεσία της Ένωσης:

1. απαιτεί από τα ΑΚΧΑ να προβαίνουν σε ειδική δημοσιοποίηση πληροφοριών που να εφιστούν την προσοχή των επενδυτών στην απουσία εγγύησης κεφαλαίου και στην πιθανότητα απώλειας του αρχικού κεφαλαίου·
2. απαιτεί από τα ΑΚΧΑ να αναφέρουν στις πληροφορίες που δημοσιοποιούν την πιθανή υποστήριξη από ανάδοχο, ή τη δυνατότητα για τέτοιου είδους υποστήριξη ή προστασία, μόνον εφόσον αυτή η υποστήριξη ή προστασία αποτελεί ρητή δέσμευση του αναδόχου, στην οποία περίπτωση πρέπει να καταγράφεται στους λογαριασμούς και να περιλαμβάνεται στις υποχρεώσεις προληπτικής εποπτείας του αναδόχου·

3. απαιτεί από τα ΑΚΧΑ να δημοσιοποιούν τις πρακτικές αποτίμησης που εφαρμόζουν, ιδίως όσον αφορά την αποτίμηση στο αποσβεσθέν κόστος, καθώς και να παρέχουν τις κατάλληλες πληροφορίες στους επενδυτές όσον αφορά τις εφαρμοζόμενες διαδικασίες εξόφλησης σε περιόδους εντάσεων.

#### Σύσταση Δ – Υποβολή στοιχείων και ανταλλαγή πληροφοριών

1. Συνιστάται στην Επιτροπή να διασφαλίσει ότι η σχετική νομοθεσία της Ένωσης:

α) απαιτεί οποιαδήποτε περίπτωση υποστήριξης από ανάδοχο που ενδέχεται να έχει αντίκτυπο στην τιμή του μεριδίου του ΑΚΧΑ να γνωστοποιείται από το ΑΚΧΑ ή τον διαχειριστή του, και τον ανάδοχο, στην αρμόδια εθνική εποπτική αρχή, μαζί με πλήρη περιγραφή της φύσης και του μεγέθους της εν λόγω υποστήριξης·

β) ενισχύει την τακτική υποβολή στοιχείων από τα ΑΚΧΑ·

γ) εγγυάται ότι οι αρμόδιες εθνικές εποπτικές αρχές ανταλλάσσουν, κατά περίπτωση, τις αναφερόμενες στα στοιχεία α) και β) πληροφορίες με άλλες εθνικές εποπτικές αρχές του ίδιου κράτους μέλους ή άλλων κρατών μελών, με τις Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές, τα μέλη του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και το ΕΣΣΚ.

2. Συνιστάται στην Επιτροπή να προαγάγει τη δημιουργία εναρμονισμένης υποβολής στοιχείων και εναρμονισμένης δέσμης στοιχείων, όπως αναφέρεται στην παράγραφο 1 στοιχείο β), και τη διοργάνωση της ανταλλαγής πληροφοριών, όπως αναφέρεται στην παράγραφο 1 στοιχείο γ).

ΕΝΟΤΗΤΑ 2

ΕΦΑΡΜΟΓΗ

#### 1. Ερμηνεία

1. Για τους σκοπούς της παρούσας σύστασης ισχύουν οι ακόλουθοι ορισμοί:

α) «πιστωτικό ίδρυμα»: πιστωτικό ίδρυμα όπως ορίζεται στο άρθρο 4 παράγραφος 1 της οδηγίας 2006/48/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14ης Ιουνίου 2006, σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων <sup>(1)</sup>.

β) «εθνική εποπτική αρχή»: αρμόδια ή εποπτική αρχή όπως ορίζεται στο άρθρο 1 παράγραφος 3 στοιχείο στ) του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1092/2010·

γ) «αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς»: οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων της Ένωσης οι οποίοι υπόκεινται σε ρύθμιση και εποπτεία και των οποίων πρωταρχικός σκοπός είναι η διατήρηση του κεφαλαίου του αμοιβαίου κεφαλαίου και η παροχή απόδοσης με βάση τα επιτόκια της χρηματαγοράς, με την επένδυση σε μέσα της χρηματαγοράς ή σε καταθέσεις σε πιστωτικά ιδρύματα·

<sup>(1)</sup> ΕΕ L 177 της 30.6.2006, σ. 1.

- δ) «αμοιβαίο κεφάλαιο μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού»: αμοιβαίο κεφάλαιο της χρηματαγοράς το οποίο δεν επιδιώκει τη διατήρηση αμετάβλητης ονομαστικής αξίας και για το λόγο αυτό η καθαρή αξία των στοιχείων του ενεργητικού του κυμαίνεται. Τα στοιχεία του ενεργητικού τού εν λόγω αμοιβαίου κεφαλαίου γενικά αποτιμώνται με την εύλογη αξία·
- ε) «αμοιβαίο κεφάλαιο σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού»: αμοιβαίο κεφάλαιο της χρηματαγοράς το οποίο επιδιώκει τη διατήρηση αμετάβλητης ονομαστικής αξίας. Τα στοιχεία του ενεργητικού τού εν λόγω αμοιβαίου κεφαλαίου γενικά αποτιμώνται στο αποσβεσθέν κόστος·
- στ) «αποτίμηση στο αποσβεσθέν κόστος»: λογιστική μέθοδος η οποία λαμβάνει υπόψη το κόστος κτήσης της κινητής αξίας και προσαρμόζει την αξία αυτή για την απόσβεση της διαφοράς της τιμής υπέρ ή υπό το άρτιο μέχρι τη λήξη της.
2. Το παράρτημα αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της παρούσας σύστασης. Σε περίπτωση διαφοράς μεταξύ του κυρίως κειμένου και του παραρτήματος, υπερισχύει το κυρίως κείμενο.

## 2. Κριτήρια εφαρμογής

1. Για την εφαρμογή της παρούσας σύστασης ισχύουν τα ακόλουθα κριτήρια:
- α) η παρούσα σύσταση καλύπτει όλα τα ΑΚΧΑ, όπως αυτά ορίζονται·
- β) θα πρέπει να αποφεύγεται το κανονιστικό αρμπιτράζ·
- γ) κατά την εφαρμογή θα δίδεται η δέουσα προσοχή στην αρχή της αναλογικότητας, λαμβανομένου υπόψη του σκοπού και του περιεχομένου κάθε σύστασης·
- δ) στο παράρτημα παρατίθενται συγκεκριμένα κριτήρια εφαρμογής της παρούσας σύστασης.
2. Η Επιτροπή οφείλει να κοινοποιεί στο ΕΣΣΚ και στο Συμβούλιο τις ενέργειες στις οποίες προβαίνει προς εφαρμογή της παρούσας σύστασης ή να αιτιολογεί επαρκώς τυχόν αδράνειά της. Οι σχετικές εκθέσεις θα πρέπει να περιέχουν κατ' ελάχιστον:
- α) πληροφορίες για το ουσιαστικό περιεχόμενο και το χρονοδιάγραμμα των ενεργειών, περιλαμβανομένων τυχόν ενεργειών που αφορούν τις ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές·
- β) αξιολόγηση της προσφορότητας των ενεργειών σε σχέση με τους σκοπούς της σύστασης·

- γ) λεπτομερή αιτιολόγηση τυχόν αδράνειας ή παρέκκλισης από την παρούσα σύσταση, περιλαμβανομένων τυχόν καθυστερήσεων.

## 3. Χρονοδιάγραμμα ενεργειών προς εφαρμογή των συστάσεων

1. Η Επιτροπή οφείλει να υποβάλει εκθέσεις στο ΕΣΣΚ και στο Συμβούλιο όσον αφορά τις ενέργειες στις οποίες προέβη προς εφαρμογή των εν λόγω συστάσεων ή να αιτιολογήσει επαρκώς την αδράνειά της σύμφωνα με το ακόλουθο χρονοδιάγραμμα.
- α) έως τις 30 Ιουνίου 2013 η Επιτροπή οφείλει να παραδώσει στο ΕΣΣΚ ενδιάμεση έκθεση η οποία να περιέχει μια πρώτη εκτίμηση της εφαρμογής των συστάσεων·
- β) έως τις 30 Ιουνίου 2014 η Επιτροπή οφείλει να παραδώσει στο ΕΣΣΚ και στο Συμβούλιο τελική έκθεση για την εφαρμογή των συστάσεων.
2. Το γενικό συμβούλιο μπορεί να παρατείνει την προθεσμία της παραγράφου 1 σε περίπτωση που απαιτούνται νομοθετικές πρωτοβουλίες για τη συμμόρφωση με μία ή περισσότερες συστάσεις.

## 4. Παρακολούθηση και αξιολόγηση

1. Η γραμματεία του ΕΣΣΚ:
- α) συνδράμει την Επιτροπή, μεταξύ άλλων παρέχοντας σχετικά υποδείγματα και διευκρινίζοντας, όπου κρίνεται απαραίτητο, τις διατυπώσεις και το χρονοδιάγραμμα των ενεργειών προς εφαρμογή των συστάσεων·
- β) ελέγχει τις ενέργειες προς εφαρμογή των συστάσεων από την Επιτροπή, μεταξύ άλλων παρέχοντας τη συνδρομή της κατόπιν αιτήματος της Επιτροπής, και υποβάλλει σχετική αναφορά στο γενικό συμβούλιο μέσω της διευθύνουσας επιτροπής.
2. Το γενικό συμβούλιο αξιολογεί τις ενέργειες και τις αιτιολογίες που αναφέρει η Επιτροπή και, όπου κρίνεται σκόπιμο, αποφασίζει εάν η παρούσα σύσταση δεν έχει τηρηθεί και εάν ο αποδέκτης δεν αιτιολόγησε επαρκώς την αδράνειά του.

Φρανκφούρτη, 20 Δεκεμβρίου 2012.

Ο Πρόεδρος του ΕΣΣΚ  
Mario DRAGHI

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΤΗΣ ΣΥΣΤΑΣΗΣ ΤΟΥ ΕΣΣΚ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΑΣ

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

	Σελίδα
ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ .....	6
ΠΕΡΙΛΗΨΗ .....	7
ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	8
I. ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΠΡΩΤΟΒΟΥΛΙΕΣ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΗΣ ΡΥΘΜΙΣΗΣ .....	8
I.1. Διεθνείς πρωτοβουλίες .....	8
I.2. Ευρωπαϊκές πρωτοβουλίες .....	9
II. ΑΚΧΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ .....	10
II.1. Το πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης .....	10
II.2. Υποστήριξη από αναδόχους .....	11
II.3. Τρέχον οικονομικό περιβάλλον .....	12
III. ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΑΚΧΑ .....	12
III.1. Εμβέλεια της έκτακτης έρευνας του ΕΣΣΚ .....	12
III.2. Επισκόπηση των στοιχείων ενεργητικού των ΑΚΧΑ .....	14
III.3. Επισκόπηση των επενδυτών σε ΑΚΧΑ .....	19
III.4. Συγκέντρωση του κλάδου .....	21
III.5. Απόκλιση των αμοιβαίων κεφαλαίων σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού από την ονομαστική αξία .....	22
IV. ΣΥΣΤΑΣΕΙΣ ΤΟΥ ΕΣΣΚ .....	23
IV.1. Εμβέλεια των συστάσεων .....	23
IV.2. Σύσταση Α – Υποχρεωτική μετάβαση σε μεταβλητή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού .....	23
IV.2.1. Οικονομικό σκεπτικό .....	23
IV.2.2. Αξιολόγηση .....	26
IV.3. Σύσταση Β – Απαιτήσεις ρευστότητας .....	30
IV.3.1. Οικονομικό σκεπτικό .....	30
IV.3.2. Αξιολόγηση .....	33
IV.4. Σύσταση Γ – Δημοσιοποίηση .....	34
IV.4.1. Οικονομικό σκεπτικό .....	34
IV.4.2. Αξιολόγηση .....	34
IV.5. Σύσταση Δ – Υποβολή στοιχείων και ανταλλαγή πληροφοριών .....	35
IV.5.1. Οικονομικό σκεπτικό .....	35
IV.5.2. Αξιολόγηση .....	35
IV.6. Ενέργειες προς εφαρμογή της σύστασης .....	36
IV.6.1. Χρονοδιάγραμμα .....	36
IV.6.2. Κριτήρια συμμόρφωσης .....	36
IV.6.3. Κοινοποίηση των ενεργειών προς εφαρμογή της σύστασης .....	37
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	39



## ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

**ΑΕΤΣ:** ασφαλιστικές επιχειρήσεις και ταμεία συντάξεων

**Α/Κ:** αμοιβαίο κεφάλαιο

**ΑΚΧΑ:** αμοιβαίο κεφάλαιο της χρηματαγοράς

**ΒΑΚΧΑ:** βραχυπρόθεσμο αμοιβαίο κεφάλαιο της χρηματαγοράς

**ΔΟΕΕ:** διαχειριστής οργανισμού εναλλακτικών επενδύσεων

**ΕΑΚΑΑ:** Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών

**ΕΕ:** Ευρωπαϊκή Ένωση

**ΕΚΤ:** Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

**ΕΣΚΤ:** Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών

**ΕΣΣΚ:** Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου

**ΛΧΙ:** λοιπά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα

**μ.β.:** μονάδα βάσης

**Μ/Δ:** μη διαθέσιμο

**ΜΧΕ:** μη χρηματοπιστωτική επιχείρηση

**Νοικ.:** νοικοκυριά

**ΝΧΙ:** νομισματικό χρηματοπιστωτικό ίδρυμα

**ΟΣΕΚΑ:** οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες

**ΣΧΣ:** Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας

**CNAV:** σταθερή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού (constant net asset value)

**EUR:** ευρώ

**GBP:** λίρα Αγγλίας

**USD:** δολάριο ΗΠΑ

**VNAV:** μεταβλητή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού (variable net asset value)

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Το παρόν παράρτημα παρέχει βοηθητικό υλικό για τις συστάσεις του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ) οι οποίες αποσκοπούν στη στήριξη και την αξιολόγηση της υλοποίησης στην Ευρώπη των μεταρρυθμίσεων του Συμβουλίου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΣΧΣ) που αφορούν το σκιάδωο τραπεζικό σύστημα και συγκεκριμένα τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς (ΑΚΧΑ). Τα ΑΚΧΑ αποτελούν βασική συνιστώσα του σκιάδωου τραπεζικού τομέα. Όπως και οι τράπεζες, μετασηματίζουν τη ρευστότητα και τη ληκτότητα και μπορεί να θεωρηθούν από τους επενδυτές ασφαλής εναλλακτική επιλογή αντί των τραπεζικών καταθέσεων (ιδίως στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, τα οποία προσπαθούν να διατηρήσουν αμετάβλητη την ονομαστική αξία). Ωστόσο, τα ΑΚΧΑ, ενώ υπόκεινται σε κανονιστικές ρυθμίσεις για τις κινητές αξίες, δεν υπόκεινται σε τραπεζικές κανονιστικές απαιτήσεις και μπορεί, σε ορισμένες περιπτώσεις, να είναι ιδιαίτερος εύλωτος σε αποσταθεροποιητικές μαζικές αποσύρσεις των επενδυτών. Τα ΑΚΧΑ μπορεί λοιπόν να είναι πηγή σημαντικού συστημικού κινδύνου. Ένας άλλος κίνδυνος που συνδέεται με τα ΑΚΧΑ είναι η σιωπηρή υποστήριξη η οποία υπόκειται στη διακριτική ευχέρεια των αναδόχων. Η πιθανότητα υποστήριξης μπορεί να είναι μεγαλύτερη για τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού.

Διάφορες διεθνείς και ευρωπαϊκές πρωτοβουλίες κανονιστικής ρύθμισης (όπως οι Συστάσεις του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς του Οκτωβρίου 2012 και οι κατευθυντήριες γραμμές της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών και της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών του Μαΐου 2010) έχουν ήδη αναληφθεί για την αντιμετώπιση των κινδύνων που συνδέονται με τα ΑΚΧΑ. Επιπλέον, το ΣΧΣ αναμένεται να δημοσιεύσει τις τελικές συστάσεις του για όλους τους άξονες εργασίας του σκιάδωου τραπεζικού συστήματος τον Σεπτέμβριο του 2013. Στις ΗΠΑ, το πλαίσιο κανονιστικής ρύθμισης των ΑΚΧΑ μπορεί να εξελιχθεί περαιτέρω μετά τη δημοσίευση των προτεινόμενων συστάσεων του Συμβουλίου Εποπτείας της Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Financial Stability Oversight Council – FSOC) των ΗΠΑ για δημόσια διαβούλευση τον Νοέμβριο του 2012. Στην Ευρώπη, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αναμένεται να δημοσιεύσει τη νομοθετική της πρόταση όσον αφορά τη μεταρρύθμιση του πλαισίου για τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) και τα ΑΚΧΑ το πρώτο τρίμηνο του 2013. Οι συστάσεις του ΕΣΣΚ μαζί με το παράρτημα αναμένεται να εμπλουτίσουν το έργο της Επιτροπής σε αυτόν τον σημαντικό τομέα.

### Χαρακτηριστικά του ευρωπαϊκού κλάδου ΑΚΧΑ

Προκειμένου να αξιολογηθεί ο πιθανός αντίκτυπος των συστάσεων του ΕΣΣΚ, καταρτίστηκε λεπτομερές προφίλ του ευρωπαϊκού κλάδου ΑΚΧΑ βασιζόμενο, μεταξύ άλλων, σε μια έκτακτη συλλογή δεδομένων. Στην Ευρώπη, τα ΑΚΧΑ διαχειρίζονται στοιχεία ενεργητικού ύψους 1 τρισεκ. ευρώ περίπου, ενώ τρεις χώρες (Γαλλία, Ιρλανδία και Λουξεμβούργο) αντιπροσωπεύουν το 95 % του συνόλου των στοιχείων ενεργητικού των ΑΚΧΑ. Οι επενδυτές στα ΑΚΧΑ της Γαλλίας είναι κυρίως εγχώριοι, ενώ οι επενδυτές στα ΑΚΧΑ της Ιρλανδίας και του Λουξεμβούργου κατά κύριο λόγο εδρεύουν σε άλλες χώρες. Τα περισσότερα ΑΚΧΑ στην Ευρώπη έχουν άδεια να λειτουργούν με βάση το πλαίσιο κανονιστικής ρύθμισης των ΟΣΕΚΑ. Οι πέντε κορυφαίοι όμιλοι που διαχειρίζονται ΑΚΧΑ στην Ευρώπη αντιπροσωπεύουν το 40 % του κλάδου και τέσσερις εξ αυτών συνδέονται με τράπεζες.

Τα ΑΚΧΑ διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στις αγορές χρήματος και εκτιμάται ότι διακρατούν περί το 25 % του συνόλου των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων που εκδίδονται στη ζώνη του ευρώ. Το 75 % περίπου των χρηματοδοτικών ανοιγμάτων τους είναι έναντι ΝΧΙ, τα οποία στην περίπτωση της Ιρλανδίας είναι κυρίως οργανισμοί εκτός ΕΕ. Το μεγαλύτερο μέρος των στοιχείων ενεργητικού των ΑΚΧΑ της Ιρλανδίας και του Λουξεμβούργου είναι εκφρασμένο σε ξένο νόμισμα, κυρίως σε δολάρια ΗΠΑ και λίρες Αγγλίας.

Συνολικά, τα ευρωπαϊκά ΑΚΧΑ εξυπηρετούν κατά κύριο λόγο θεσμικούς επενδυτές, αν και σε κάποιες επιμέρους χώρες είναι κατεξοχήν προϊόντα λιανικής. Τα ΝΧΙ είναι από μόνα τους σημαντικοί επενδυτές σε ΑΚΧΑ, καθώς αντιπροσωπεύουν πάνω από το 30 % της συνολικής επενδυτικής βάσης και εμφανίζουν προτίμηση για αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού. Υπάρχει σημαντική επενδυτική βάση εκτός ΕΕ για τα ευρωπαϊκά ΑΚΧΑ, ιδίως για τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού της Ιρλανδίας. Η διασύνδεση των ΑΚΧΑ με το υπόλοιπο χρηματοπιστωτικό σύστημα ενισχύεται περαιτέρω από τη σχέση τους με τους αναδόχους τους οι οποίοι συχνά είναι τράπεζες.

Λίγο πάνω από το 40 % των στοιχείων ενεργητικού του κλάδου επενδύονται από αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού. Τα δύο τρίτα των αμοιβαίων κεφαλαίων σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού στην Ευρώπη εδρεύουν στην Ιρλανδία και το ένα τρίτο στο Λουξεμβούργο. Κατά κανόνα, αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια είναι πολύ μεγαλύτερα, έχουν πιο συντηρητικό προφίλ κινδύνου, μικρότερη διάρκεια, υψηλότερα επίπεδα ρευστότητας και μεγαλύτερη επενδυτική βάση εκτός ΕΕ από ό,τι τα αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού. Από αυτή την άποψη, θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι κατευθυντήριες γραμμές της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών και της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών του 2010 επέβαλαν στα ΑΚΧΑ πρότυπα όσον αφορά την καταλληλότητα των περιουσιακών στοιχείων, την ποιότητα και τη διάρκεια τους. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της συλλογής δεδομένων του ΕΣΣΚ, το 27 % περίπου των αμοιβαίων κεφαλαίων σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού της έρευνας εμφάνισαν αποκλίσεις μεταξύ της ονομαστικής και της αγοραίας αξίας των στοιχείων ενεργητικού τους οι οποίες υπερέβαιναν τις 10 μονάδες βάσης σε πρόσφατη πενταετή περίοδο. Κανένα αμοιβαίο κεφάλαιο που συμμετείχε στην έρευνα δεν ανέφερε υποστήριξη από αναδόχους.

### Οι συστάσεις του ΕΣΣΚ

Οι συστάσεις του ΕΣΣΚ είναι παρόμοιες με τις συστάσεις του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς οι οποίες δημοσιεύθηκαν τον Οκτώβριο του 2012. Στο πλαίσιο της αντιμετώπισης του συστημικού κινδύνου, ο βασικός στόχος των εργασιών του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς είναι να μειωθεί η έκθεση των ΑΚΧΑ στον κίνδυνο μαζικής απόσυρσης των επενδύσεων. Βασισμένες, μεταξύ άλλων, στα αποτελέσματα ειδικής συλλογής στοιχείων, οι συστάσεις του ΕΣΣΚ συμπληρώνονται από ποσοτική και ποιοτική ανάλυση προκειμένου να εκτιμηθεί κατά πόσο μια μεταβολή στα επιχειρηματικά μοντέλα μετά τις μεταρρυθμίσεις θα συνεπάγεται σημαντική συρρίκνωση των ΑΚΧΑ, ιδίως σε μια περίοδο κατά την οποία τα ΑΚΧΑ ήδη επηρεάζονται αρνητικά από το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων. Οι συστάσεις καλύπτουν τους ακόλουθους τέσσερις τομείς.

**Υποχρεωτική μετάβαση σε αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού:** Θα πρέπει να απαιτείται τα ΑΚΧΑ να έχουν μεταβλητή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού. Έτσι, θα ενισχυθούν τα επενδυτικά χαρακτηριστικά τους και θα μειωθούν εκείνα τα χαρακτηριστικά τους τα οποία παραπέμπουν σε τραπεζικές καταθέσεις. Αυτή η απαίτηση θα μειώσει το κίνητρο των επενδυτών να αποσυρθούν, θα αυξήσει τη διαφάνεια των τιμών και θα μειώσει τη διασύνδεση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Επιπλέον, τα ΑΚΧΑ καλούνται να εφαρμόζουν εν γένει την αποτίμηση με την εύλογη αξία, ενώ η αποτίμηση στο αποσβεσθέν κόστος θα πρέπει να περιορίζεται σε μια σειρά προκαθορισμένων περιπτώσεων.

**Απαιτήσεις ρευστότητας:** Οι υπάρχουσες απαιτήσεις ρευστότητας θα πρέπει να ενισχυθούν με την επιβολή τήρησης από τα ΑΚΧΑ ρητών ελάχιστων ρευστών διαθέσιμων διάρκειας μίας ημέρας και μίας εβδομάδας. Η αρμοδιότητα των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων να παρακολουθούν τον κίνδυνο ρευστότητας θα πρέπει επίσης να ενισχυθεί. Τέλος, θα πρέπει να προβλεφθούν αποτελεσματικά εργαλεία, π.χ. μέσω προσωρινής αναστολής των εξοφλήσεων, ώστε να αντιμετωπιστούν τα προβλήματα ρευστότητας σε περιόδους εντάσεων τα οποία οφείλονται τόσο σε συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια όσο και σε εξελίξεις που αφορούν την αγορά ως σύνολο.

**Δημοσιοποίηση:** Το διαφημιστικό υλικό των ΑΚΧΑ θα πρέπει να εφιστά την προσοχή των επενδυτών στην απουσία εγγύησης κεφαλαίου και στην πιθανότητα απώλειας του αρχικού κεφαλαίου. Θα πρέπει να απαγορεύεται η δημοσιοποίηση στοιχείων που δίνουν την εντύπωση ότι υπάρχει υποστήριξη από ανάδοχο ή η δυνατότητα για τέτοιου είδους υποστήριξη εκτός αν αυτή η υποστήριξη αποτελεί ρητή δέσμευση, στην οποία περίπτωση πρέπει να καταγράφεται στους λογαριασμούς και να περιλαμβάνεται στις εποπτικές υποχρεώσεις του αναδόχου. Τέλος, θα πρέπει να περιλαμβάνει περιγραφή των πρακτικών αποτίμησης, ιδίως όσον αφορά την αποτίμηση στο αποσβεσθέν κόστος, και την πιθανότητα αναστολής εγγραφών και εξοφλήσεων, επίσης σε περιόδους εντάσεων.

**Υποβολή στοιχείων και ανταλλαγή πληροφοριών:** Οι περιπτώσεις υποστήριξης από ανάδοχο θα πρέπει να γνωστοποιούνται στις αρμόδιες εθνικές εποπτικές αρχές, οι οποίες θα πρέπει να ενημερώνουν σχετικά άλλες σχετικές εθνικές και ευρωπαϊκές αρχές. Η τακτική υποβολή στοιχείων από τα ΑΚΧΑ θα πρέπει να ενισχυθεί και να εναρμονιστεί περαιτέρω. Κατά περίπτωση, οι αρμόδιες εθνικές εποπτικές αρχές θα πρέπει να ανταλλάσσουν πληροφορίες με άλλες σχετικές αρχές (εγχώριες, ευρωπαϊκές ή μη).

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σκοπός των συστάσεων του ΕΣΣΚ και της σχετικής ανάλυσης είναι η αξιολόγηση από τη σκοπιά της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας των συστάσεων του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς του Οκτωβρίου 2012 σχετικά με τα ΑΚΧΑ όσον αφορά τη δυνητική επίδρασή τους στον κλάδο των ΑΚΧΑ στην ΕΕ. Για την παροχή στήριξης και την εισήγηση μέτρων στους φορείς χάραξης πολιτικής της ΕΕ, το παρόν παράρτημα επικεντρώνεται στα ζητήματα εφαρμογής τα οποία αφορούν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Τόσο η ποσοτική όσο και η ποιοτική ανάλυση στο παρόν παράρτημα βασίζονται σε διάφορες πηγές δεδομένων οι οποίες περιλαμβάνουν πανεπιστημιακές μελέτες, προηγούμενες εργασίες του ΕΣΣΚ σχετικά με τα ΑΚΧΑ, στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ και μια ειδική έκτακτη έρευνα που διεξήγαγε το ΕΣΣΚ για τη συλλογή πιο λεπτομερών στοιχείων από εκείνα που μπορεί κανείς να βρει σε δημοσιευμένες πηγές. Επιπλέον, το ΕΣΣΚ διοργάνωσε συνάντηση στρογγυλής τραπέζης με συμμετέχοντες στην αγορά για να ενημερωθεί για τις απόψεις του κλάδου.

Στην **Ενότητα I** του παραρτήματος εξετάζονται οι πρόσφατες διεθνείς και ευρωπαϊκές πρωτοβουλίες κανονιστικής ρύθμισης που αφορούν τα ΑΚΧΑ. Με αυτόν τον τρόπο παρουσιάζεται το ευρύτερο πλαίσιο πολιτικής στο οποίο εντάσσονται οι συστάσεις του ΕΣΣΚ. Στην **Ενότητα II** γίνεται μια σύντομη επισκόπηση των συστημικών κινδύνων οι οποίοι απορρέουν από τα ΑΚΧΑ και τους οποίους αποσκοπούν να αντιμετωπίσουν οι συστάσεις. Για την αναλυτική υποστήριξη των συστάσεων, στην **Ενότητα III** εξετάζεται η δομή του ευρωπαϊκού κλάδου ΑΚΧΑ, με επίκεντρο στα στοιχεία της αγοράς τα οποία έχουν ιδιαίτερη σημασία από την άποψη του συστημικού κινδύνου. Στην **Ενότητα IV** αναλύονται ξεχωριστά όλες οι συστάσεις του ΕΣΣΚ. Η ανάλυση περιλαμβάνει το σκεπτικό, αξιολόγηση και κριτήρια συμμόρφωσης.

## I. ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΠΡΩΤΟΒΟΥΛΙΕΣ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΗΣ ΡΥΘΜΙΣΗΣ

### I.1. Διεθνείς πρωτοβουλίες

Κατόπιν αξιολόγησης των αιτιών της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης, διάφορες εθνικές ρυθμιστικές αρχές και διεθνείς οργανισμοί εξέφρασαν την ανάγκη διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στον κλάδο των ΑΚΧΑ. Στη σύνοδο κορυφής στη Σεούλ τον Νοέμβριο του 2010 οι ηγέτες των χωρών της Ομάδας των 20 (G-20) ζήτησαν από το **Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας** (ΣΧΣ) να διατυπώσει συστάσεις για την ενίσχυση της εποπτείας και της κανονιστικής ρύθμισης του σκιώδους τραπεζικού συστήματος. Στις 27 Οκτωβρίου 2011 το ΣΧΣ δημοσίευσε μια αρχική δέσμη συστάσεων τις οποίες ενέκριναν οι ηγέτες της G-20 στη σύνοδο κορυφής στις Κάννες. Ειδικότερα, το ΣΧΣ εισηγήθηκε την περαιτέρω ενίσχυση του πλαισίου κανονιστικής ρύθμισης των ΑΚΧΑ. Το ΣΧΣ έκρινε ότι τα ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, τα οποία προσπαθούν να διατηρήσουν αμετάβλητη ονομαστική αξία, αποτελούν κρίσιμη πηγή δυνητικού κινδύνου που θα πρέπει να αντιμετωπιστεί μέσω της προώθησης/επιβολής της μετάβασης σε αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, μέσω της επιβολής κεφαλαιακών απαιτήσεων και απαιτήσεων ρευστότητας για τα ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού ή/και μέσω άλλων πιθανών προεγγύσεων. Επιπλέον, το ΣΧΣ ανέθεσε στον Διεθνή Οργανισμό Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς να εξετάσει δυνητικές μεταρρυθμίσεις του πλαισίου κανονιστικής ρύθμισης για τον μετριασμό του βαθμού στον οποίο τα ΑΚΧΑ είναι ευάλωτα σε μαζικές αποσύρσεις των επενδυτών και τον μετριασμό άλλων συστημικών κινδύνων, καθώς και να διατυπώσει συστάσεις πολιτικής.



Κατόπιν αυτού του αιτήματος, στις 9 Οκτωβρίου 2012 ο **Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς** εξέδωσε συστάσεις πολιτικής για τη μεταρρύθμιση των ΑΚΧΑ. Σε συνέχεια αυτών των συστάσεων, ο Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς επισήμανε σε δελτίο Τύπου ότι, αν και η πλειοψηφία των μελών της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ δεν ήταν υπέρ της δημοσίευσης των εν λόγω συστάσεων, δεν υπήρχαν άλλες ενστάσεις και το συμβούλιο του οργανισμού ενέκρινε την έκθεση.

Στις 18 Νοεμβρίου 2012 το ΣΧΣ δημοσίευσε μια σειρά συμβουλευτικών εγγράφων, ένα εκ των οποίων ήταν μια ολοκληρωμένη επισκόπηση των συστάσεων πολιτικής σχετικά με το σκιάδες τραπεζικό σύστημα. Στην εν λόγω έκθεση, το ΣΧΣ κρίνει ότι οι συστάσεις του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς συνδέτουν ένα αποτελεσματικό πλαίσιο για την ενίσχυση της ανθεκτικότητας των ΑΚΧΑ στους κινδύνους με ολοκληρωμένο τρόπο. Το ΣΧΣ επίσης ενέκρινε τη σύσταση τα ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού να μετατραπούν σε ΑΚΧΑ κυμαινόμενης (ή μεταβλητής) καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού όπου αυτό είναι εφικτό. Επιπλέον, το ΣΧΣ επισήμανε ότι στις περιπτώσεις όπου δεν είναι εφικτή αυτή η μετατροπή οι ασφαλιστικές δικλίδες που απαιτείται να προβλεφθούν για την ενίσχυση της ανθεκτικότητας των ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού σε μαζικές αποσύρσεις των επενδύων θα πρέπει να είναι λειτουργικά ισοδύναμες με τις κεφαλαιακές απαιτήσεις, τις απαιτήσεις ρευστότητας και τις λοιπές απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας των τραπεζών οι οποίες παρέχουν προστασία έναντι μαζικών αποσύρσεων των καταθέσεων.

Το ΣΧΣ ανακοίνωσε ότι θα έχει συντάξει τις τελικές συστάσεις του σχετικά με το σκιάδες τραπεζικό σύστημα, συμπεριλαμβανομένων λεπτομερών συστάσεων και από τους πέντε άξονες εργασίας του (εκ των οποίων ένας είναι τα ΑΚΧΑ), έως τον Σεπτέμβριο του 2013. Αν και οι εργασίες για τα ΑΚΧΑ έχουν σε μεγάλο βαθμό ολοκληρωθεί, κάποιοι από τους άλλους άξονες εργασίας, ιδίως εκείνοι που αφορούν τις αλληλεπιδράσεις των τραπεζών με το σκιάδες τραπεζικό σύστημα, καθώς και τον δανεισμό τίτλων και τις συμφωνίες επαναγοράς, μπορεί επίσης να επηρεάσουν τις μεταρρυθμίσεις των ΑΚΧΑ.

Στις **ΗΠΑ**, ορισμένες μεταρρυθμίσεις που αφορούν τα ΑΚΧΑ υιοθετήθηκαν το 2010. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είχε επισήμανε τότε ότι οι εν λόγω μεταρρυθμίσεις αποτελούσαν ένα πρώτο βήμα. Τον Οκτώβριο του 2010 η ομάδα εργασίας του Προέδρου των ΗΠΑ δημοσίευσε έκθεση η οποία περιείχε δεσμη πρόσθετων επιλογών πολιτικής, καθώς οι μεταρρυθμίσεις του 2010 δεν μπορούσαν από μόνες τους να αποτρέψουν μια μαζική απόσυρση των επενδύων. Αντιστοίχως, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανέλαβε να σχεδιάσει πρόσθετες διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Ωστόσο, στις 22 Αυγούστου 2012, η πρόεδρος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ, Mary Schapiro, ανακοίνωσε ότι η πλειοψηφία των μελών της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ δεν επρόκειτο να υποστηρίξουν την πρόταση των εμπειρογνομόνων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ για τη διαρθρωτική μεταρρύθμιση των ΑΚΧΑ.

Ως αποτέλεσμα, στις 27 Σεπτεμβρίου 2012 ο Υπουργός Οικονομικών των ΗΠΑ, Timothy Geithner, ζήτησε από το Συμβούλιο Εποπτείας της Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας να αναλάβει δράση αφού δεν το έκανε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Στις 13 Νοεμβρίου 2012, το Συμβούλιο Εποπτείας της Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας δημοσίευσε τις προτεινόμενες συστάσεις του όσον αφορά τη μεταρρύθμιση των ΑΚΧΑ για δημόσια διαβούλευση. Οι εν λόγω συστάσεις περιλάμβαναν τρεις εναλλακτικές επιλογές οι οποίες δεν αποκλείουν απαραίτητως η μία την άλλη: i) κυμαινόμενη καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού· ii) σταθερή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού με αποδεματικό ασφαλείας και «ελάχιστο διαθέσιμα για την απορρόφηση ζημιών/κινδύνων» και iii) σταθερή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού με αποδεματικό ασφαλείας και άλλα μέτρα. Την ημερομηνία δημοσίευσης της παρούσης, τα αποτελέσματα της δημόσιας διαβούλευσης δεν είχαν γίνει ακόμη γνωστά. Επιπλέον, δεν ήταν σαφές κατά πόσον η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επρόκειτο να ενεργήσει σύμφωνα με τις συστάσεις του Συμβουλίου Εποπτείας της Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, αν ληφθούν ιδίως υπόψη οι προαναφερθείσες δυσκολίες τις οποίες αντιμετώπισε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στις αρχικές της προσπάθειες.

## 1.2. Ευρωπαϊκές πρωτοβουλίες

Τον Μάιο του 2010, η **Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών** (πρόδρομος της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών ή ΕΑΚΑΑ) δημοσίευσε κατευθυντήριες γραμμές για τη διατύπωση ενός εναρμονισμένου ορισμού για τον όρο «ΑΚΧΑ» στην Ευρώπη, καθώς και για τη θέσπιση νέων κοινών προτύπων για την αντιμετώπιση των αδυναμιών που εντοπίστηκαν στη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Οι κατευθυντήριες γραμμές προβλέπουν δύο κατηγορίες ΑΚΧΑ: τα «βραχυπρόθεσμα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς» (ΒΑΚΧΑ) και τα «αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς» (ΑΚΧΑ) και θέτουν αυστηρά πρότυπα από την άποψη της ποιότητας και της διάρκειας των χαρτοφυλακίων, καθώς και από την άποψη της διαχείρισης κινδύνων και της δημοσίευσης στοιχείων. Οι κατευθυντήριες γραμμές της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών/Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών τέθηκαν σε ισχύ την 1η Ιουλίου 2011, προβλέποντας εξαμηνιαία μεταβατική περίοδο για τα υφιστάμενα αμοιβαία κεφάλαια, ενώ ισχύουν για όλα τα αμοιβαία κεφάλαια (ΟΣΕΚΑ ή μη).

Οι κατευθυντήριες γραμμές ήδη καλύπτουν το μεγαλύτερο μέρος των συστάσεων του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς. Για παράδειγμα, σύμφωνα με την εισήγηση του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (συστάσεις 1 έως 3), οι κατευθυντήριες γραμμές προβλέπουν ρητό ορισμό των ΑΚΧΑ, αυστηρούς κανόνες όσον αφορά το είδος των μέσων στα οποία μπορούν να επενδύουν τα ΑΚΧΑ (συμπεριλαμβανομένης της απαγόρευσης τοποθετήσεων σε μετοχές), όρια όσον αφορά την εναπομένουσα διάρκεια των χρηματοδοτικών μέσων, καθώς και όρια όσον αφορά τον σταθμικό μέσο όρο της εναπομένουσας διάρκειας και τον σταθμικό μέσο όρο της διάρκειας ζωής του χαρτοφυλακίου. Την περίοδο μετά τη θέση σε ισχύ των κατευθυντήριων γραμμών, δηλ. τους τελευταίους μήνες του 2011, ένας σημαντικός αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία αρχικά είχαν εισαχθεί στην αγορά ως ΑΚΧΑ μετονομάστηκαν και μεταφέρθηκαν σε άλλες κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων.

Όσον αφορά τις συστάσεις του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς σχετικά με τη διαχείριση ρευστότητας (συστάσεις 6 έως 8), το υπάρχον νομικό πλαίσιο στην Ευρώπη είναι ήδη ισχυρό. Πρέπει να διενεργούνται τακτικά ασκήσεις προσομοίωσης καταστάσεων κρίσης ρευστότητας σύμφωνα με την οδηγία 2010/43/ΕΕ για τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) και την οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους οργανισμούς εναλλακτικών επενδύσεων.

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι με το πλαίσιο για τους ΟΣΕΚΑ ήδη αντιμετωπίζονται ζητήματα αναφορικά με τη διαφοροποίηση και τον περιορισμό των κινδύνων, καθώς και με την καταλληλότητα των περιουσιακών στοιχείων.

Ωστόσο, οι κατευθυντήριες γραμμές της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών/Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών δεν αντιμετωπίζουν στο σύνολό τους ούτε τις συστάσεις του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς ούτε τα προβλήματα τα οποία ο Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς προσδιορίζει ως εγγενή στα ΑΚΧΑ. Μάλιστα, ακόμη επιτρέπεται τα ΒΑΚΧΑ να χρησιμοποιούν τη σταθερή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού. Επιπλέον, τα ΑΚΧΑ μπορούν να χρησιμοποιούν την αποτίμηση στο αποσβεσθέν κόστος για τα χρηματοδοτικά μέσα με όριο εναπομένουσας διάρκειας τις 397 ημέρες, κάτι που μπορεί επίσης να δημιουργήσει κινδύνους και να μειώσει τη διαφάνεια των τιμών. Επίσης, καθώς επί του παρόντος η υποστήριξη από αναδόχους δεν υπόκειται σε κανονιστικές ρυθμίσεις ούτε σε υποχρέωση υποβολής στοιχείων, καμία σχετική πληροφορία δεν διατίθεται στις ρυθμιστικές αρχές.

Για να συμπληρώσει το ευρωπαϊκό ρυθμιστικό πλαίσιο, ο **κλάδος των αμοιβαίων κεφαλαίων** έχει αναπτύξει ένα σύνολο βέλτιστων πρακτικών όπως προκύπτει από τον Κώδικα Ορθής Πρακτικής της Ένωσης Θεσμικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων της Χρηματαγοράς. Σύμφωνα με τον εν λόγω κώδικα, τα ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού πρέπει κατ' ελάχιστον σε εβδομαδιαία βάση να παρακολουθούν τη διαφορά ανάμεσα στις δημοσιευμένες τιμές και την αποτίμηση με βάση τις τιμές της αγοράς (γνωστή και ως σκιάδης τιμή). Για αποκλίσεις οι οποίες υπερβαίνουν τις 10, 20 και 30 μονάδες βάσης θα πρέπει να υπάρχουν διαδικασίες κλιμάκωσης, κυρίως μέσω εσωτερικών διαδικασιών υποβολής στοιχείων. Όταν η αγοραία αξία είναι 50 μονάδες βάσης χαμηλότερη από την ονομαστική, το αμοιβαίο κεφάλαιο θεωρείται ότι έχει υποστεί «μόνιμη απώλεια αξίας». Σε αυτή την περίπτωση, πρέπει να ενημερώνεται η Ένωση Θεσμικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων της Χρηματαγοράς.

Τέλος, η **Ευρωπαϊκή Επιτροπή** εξετάζει την ανάγκη περαιτέρω μεταρρυθμίσεων όσον αφορά την κανονιστική ρύθμιση των ΑΚΧΑ. Στην πράσινη βίβλο της για το σκιάδες τραπεζικό σύστημα (2012), η Επιτροπή επισημαίνει τον ρόλο των ΑΚΧΑ στο σκιάδες τραπεζικό σύστημα. Επιπλέον, η Επιτροπή δημοσίευσε έγγραφο διαβούλευσης σχετικά με μελλοντικό πλαίσιο για τα επενδυτικά κεφάλαια (2012). Μια ενότητα του εν λόγω εγγράφου εξετάζει τα ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού έναντι των ΑΚΧΑ μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, τον ρόλο των ΑΚΧΑ όσον αφορά τον συστημικό κίνδυνο και την εξάρτηση από τις διαβαθμίσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Κατά πάσα πιθανότητα η Επιτροπή θα καταθέσει νομοθετική πρόταση για τα ΑΚΧΑ το πρώτο τρίμηνο του 2013. Τον Οκτώβριο του 2012, το **Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο** ενέκρινε πρόταση ψηφίσματος για το σκιάδες τραπεζικό σύστημα με την οποία υποστηρίζει τις συστάσεις του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς και ζητεί τα κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού να εκδίδουν άδεια λειτουργίας πιστωτικού ιδρύματος περιορισμένου σκοπού.

Όπως φαίνεται παρακάτω, ο κλάδος των ΑΚΧΑ στην Ευρώπη έχει μεγάλη διεθνή συνιστώσα. Μια πρόκληση λοιπόν για τις διάφορες διεθνείς και ευρωπαϊκές πρωτοβουλίες οι οποίες βρίσκονται σε εξέλιξη είναι η διαχείριση του κινδύνου που μπορεί να προκύψει από τυχόν αποκλίσεις μεταξύ των πρωτοβουλιών αυτών για την αντιμετώπιση των συστημικών κινδύνων που απορρέουν από τα ΑΚΧΑ.

## II. ΑΚΧΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΣΤΑΘΕΡΟΤΗΤΑ

Τα ΑΚΧΑ είναι βασική συνιστώσα του σκιάδους τραπεζικού συστήματος (ΣΧΣ, 2011). Πρόκειται για επενδυτικά προϊόντα τα οποία υπόκεινται στο κανονιστικό πλαίσιο για τις κινητές αξίες, αλλά προσομοιάζουν στις λειτουργίες των τραπεζών από την άποψη ότι μετασχηματίζουν τη ρευστότητα και τη ληκτότητα, καθώς και ότι μπορεί να θεωρηθούν από τους επενδυτές ασφαλής εναλλακτική επιλογή αντί των τραπεζικών καταθέσεων (ιδίως τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού). Ωστόσο, τα ΑΚΧΑ μπορεί να διακρατούν λιγότερο ρευστά στοιχεία ενεργητικού τα οποία μπορεί να λήγουν πολύ αργότερα σε σχέση με την ημερομηνία εξόφλησης των επενδυτών και να ενέχουν επενδυτικούς κινδύνους. Σε αντίθεση με τις τράπεζες, τα ΑΚΧΑ δεν έχουν πρόσβαση στο δίκτυο ασφαλείας που ονομάζεται κρατική βοήθεια. Κατά κανόνα δεν έχουν ρητή υποστήριξη από τις αναδόχους εταιρείες, αν και έχουν υπάρξει αρκετές περιπτώσεις όπου ανάδοχοι έχουν εκ των υστέρων υποστηρίξει με ενεργό τρόπο αμοιβαία κεφάλαια τα οποία αντιμετώπιζαν προβλήματα.

Ένα ευρύ φάσμα οικονομικών μελετών, ιδίως σχετικά με την αγορά των ΗΠΑ, παρέχουν ενδείξεις ότι η λειτουργία και η φύση των ΑΚΧΑ τα καθιστά ευάλωτα σε αποσταθεροποιητικές μαζικές αποσύρσεις των επενδυτών, οι οποίες μπορούν πολύ γρήγορα να εξαπλωθούν μεταξύ των διαφόρων αμοιβαίων κεφαλαίων. Αυτό μπορεί να περιορίσει περαιτέρω τη ρευστότητα και τη διαθεσιμότητα βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης, αν μη τι άλλο για τις τράπεζες για τις οποίες τα ΑΚΧΑ αποτελούν σημαντική πηγή χρηματοδότησης<sup>(1)</sup>. Ο κίνδυνος μαζικής απόσυρσης των επενδυτών οφείλεται πρωτίτως στο πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης (first-mover advantage), δηλ. στο πλεονέκτημα που αποκτά όποιος σπεύδει να εξαργυρώσει τα μερίδιά του πρώτος, και στην αβεβαιότητα σχετικά με την σιωπηρή υποστήριξη η οποία υπόκειται στη διακριτική ευχέρεια των αναδόχων.

### II.1. Το πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης

Πολλοί θεωρούν ότι το πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης, αν και είναι χαρακτηριστικό όλων των επενδυτικών κεφαλαίων, αφορά κυρίως τα **ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού** τα οποία παρέχουν τη δυνατότητα άμεσης εξόφλησης με στρογγυλοποιημένη σταθερή τιμή (π.χ. 1 ευρώ ή 1 δολάριο ΗΠΑ ανά μερίδιο)<sup>(2)</sup>. Υπάρχει λοιπόν ο κίνδυνος η τιμή του

<sup>(1)</sup> Βλ. επίσης FSOC (2012) σελ. 17-28, όπου παρέχεται ανάλυση των συστημικών κινδύνων και επισκόπηση περαιτέρω πανεπιστημιακών μελετών, π.χ. Baba et al. (2009), Duygan-Bump et al. (προσεχώς), Gordon και Gandia (2012), Gorton και Metrick (2010), σελ. 261-297- Kacperczyk και Schnabl (2012), McCabe (2010), McCabe et al. (2012), Rosengren (2012), Scharfstein (2012), Squam Lake Group (2011).

<sup>(2)</sup> Βλ. ESRB Occasional Paper (2012), FSB (2011), FSOC (2012), IOSCO (2012), Baba et al. (2009), Gorton and Metrick (2010), McCabe (2010).

μεριδίου να μην αντανakλά την «αληθινή αξία» του υποκείμενου χαρτοφυλακίου του αμοιβαίου κεφαλαίου σε περιόδους εντάσεων στις αγορές ή ανησυχίας σχετικά με την ποιότητα των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων. Ένα χαρακτηριστικό αυτού του πλεονεκτήματος είναι ότι η πρόωγη εξόφληση γίνεται στην ονομαστική αξία, ακόμη και όταν η πραγματική αξία του περιουσιακού στοιχείου μπορεί να είναι χαμηλότερη. Αυτό συνεπάγεται μεταφορά της απώλειας στους υπόλοιπους μεριδούχους, καθώς οι επενδυτές οι οποίοι επιλέγουν εξόφληση σε μεταγενέστερο στάδιο υφίστανται δυσανάλογες ζημιές. Αυτό το πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης μπορεί να συμβάλει σε αποσταθεροποιητικές μαζικές αποσύρσεις των επενδυτών. Η αβεβαιότητα σχετικά με την ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων του χαρτοφυλακίου μπορεί να δημιουργήσει κίνητρα για μαζική απόσυρση των επενδυτών ακόμη και αν η αγοραία αξία στην πραγματικότητα δεν διαφέρει από την ονομαστική. Ο κίνδυνος μαζικών αποσύρσεων των επενδυτών αφορά ιδίως τους θεσμικούς επενδυτές, οι οποίοι διακατέχονται από έντονη απροθυμία να αναλάβουν κινδύνους και τείνουν να αντιδρούν πιο γρήγορα και πιο μαζικά από ό,τι οι λιανικοί επενδυτές. Γενικότερα, η σταθερή καθαρή αξία των στοιχείων ενεργητικού μπορεί να εντείνει τον κίνδυνο αστάθειας δημιουργώντας σε ορισμένους επενδυτές την προσδοκία εξόφλησης στην ονομαστική αξία με βάση την εντύπωση ότι τα μερίδια ΑΚΧΑ ισοδυναμούν με μετρητά και δεν ενέχουν κανένα κίνδυνο. Αντιστοίχως, μπορεί να εντείνει τον κίνδυνο μαζικής απόσυρσης των επενδυτών σε περίπτωση που ένα αμοιβαίο κεφάλαιο δεν ανταποκριθεί σε αυτές τις προσδοκίες, δηλαδή όταν η τιμή του μεριδίου διαμορφωθεί υπό το άρτιο.

Αν και το πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης αφορά πρωτίστως τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, η εμπειρία από την χρηματοπιστωτική κρίση δείχνει ότι κίνητρο απόσυρσης των τοποθετήσεων τους μπορεί να έχουν και οι επενδυτές σε **ΑΚΧΑ μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού** <sup>(1)</sup>. Με δεδομένο ότι τα ΑΚΧΑ δεν έχουν τη δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού τους, υπάρχουν πράγματι περιπτώσεις αδυναμίας εξόφλησης των επενδυτών. Ως εκ τούτου, οι επενδυτές μπορεί ακόμη να έχουν κίνητρο να βιαστούν να εξαργυρώσουν την τοποθέτησή τους (όπως ισχύει και για κάθε επενδυτικό οργανισμό) καθώς οι επόμενες εξοφλήσεις μπορεί να εξαναγκάσουν το αμοιβαίο κεφάλαιο να πωλήσει λιγότερο ρευστά στοιχεία του ενεργητικού ενδεχομένως με αποτέλεσμα να καταγράψει ζημιές. Το κίνητρο απόσυρσης μπορεί να ενισχυθεί από τυχόν αβεβαιότητα σχετικά με την αποτίμηση, αβεβαιότητα η οποία μπορεί να χαρακτηρίζει και τα αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού.

## II.2. Υποστήριξη από αναδόχους

Σύμφωνα με διάφορες μελέτες, τα ΑΚΧΑ ανέκαθεν λάμβαναν υποστήριξη από τρίτους <sup>(2)</sup>. Για την περίοδο 1980-2009, ο οίκος Moody's εντόπισε πάνω από 200 ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού στις ΗΠΑ και την Ευρώπη τα οποία έλαβαν υποστήριξη από αναδόχους. Η παροχή υποστήριξης κορυφώθηκε την περίοδο 2007-2009 όταν πάνω από 60 αμοιβαία κεφάλαια (36 στις ΗΠΑ και 26 στην Ευρώπη) είχαν ανάγκη στήριξης, πρωτίστως λόγω πιστωτικών αδυναμιών και ελλείψεων ρευστότητας. Σύμφωνα με τον οίκο Moody's, τουλάχιστον 20 εταιρείες οι οποίες διαχειρίζονταν αμοιβαία κεφάλαια υψηλής φερεγγυότητας στις ΗΠΑ και την Ευρώπη κατέγραψαν δαπάνες ύψους 12 δισεκ. δολαρίων ΗΠΑ περίπου προκειμένου να διατηρήσουν την αξία των αμοιβαίων κεφαλαίων τους σταθερή καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού. Επιπλέον, τουλάχιστον δύο εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων χρειάστηκε να καταφύγουν στις μητρικές τους εταιρείες και στην παροχή κρατικής βοήθειας προκειμένου να καλύψουν τις εξοφλήσεις τους, ενώ δύο εταιρείες συμπεριέλαβαν στοιχεία ενεργητικού ΑΚΧΑ στις λογιστικές τους καταστάσεις (βλ. επίσης ESRB Occasional Paper, 2012).

Η κατάρρευση του Reserve Primary Fund στις ΗΠΑ είναι ενδεικτική του βασικού σφάλματος της εξάρτησης από σιωπηρή υποστήριξη η οποία υπόκειται στη διακριτική ευχέρεια των αναδόχων. Το εν λόγω ΑΚΧΑ δεν κατάφερε να διατηρήσει την καθαρή αξία των στοιχείων του ενεργητικού του στο 1 δολάριο ΗΠΑ ανά μερίδιο όταν κατέρρευσε η Lehman Brothers (το άνοιγμα στην Lehman Brothers αντιπροσώπευε το 1,2 % της καθαρής αξίας των στοιχείων του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου). Αυτή η απώλεια προκάλεσε αμέσως μαζική απόσυρση των επενδυτών από το αμοιβαίο κεφάλαιο η οποία πυροδότησε ευρύτερη απόσυρση από τα ΑΚΧΑ των ΗΠΑ με πολύ μεγάλες αναλήψεις στη διάρκεια λίγων μόνο ημερών. Ο ανάδοχος του Reserve Primary Fund τελικά δεν κατάφερε να υποστηρίξει το αμοιβαίο κεφάλαιο, γεγονός το οποίο μπορεί να δημιουργήσει αβεβαιότητα σχετικά με την υποστήριξη από αναδόχους εν γένει και να επιτάχυνε τη μαζική απόσυρση των επενδυτών από τον κλάδο των ΑΚΧΑ. Συνολικά, οι εξελίξεις αποσταθεροποίησαν την αγορά εμπορικών χρεογράφων και ανάγκασαν τις αρχές των ΗΠΑ να παρέμβουν με τη δημιουργία, μεταξύ άλλων, δύο διευκολύνσεων ρευστότητας και την επέκταση των ανώτατων ορίων εγγύησης καταθέσεων.

Τα στοιχεία αυτά υποδηλώνουν τη σημασία που έχει ιστορικά η υποστήριξη από αναδόχους, αλλά ταυτόχρονα δείχνουν μια δυναμική αδυναμία. Αντιστοίχως, η αβεβαιότητα σχετικά με τη διαθεσιμότητα υποστήριξης κατά την πρόσφατη κρίση μπορεί να συνέβαλε σε μαζικές αποσύρσεις επενδυτών. Σύμφωνα με τους McCabe (2011) και Gordon & Gandia (2012), η ικανότητα των αναδόχων να παρέχουν υποστήριξη επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό την επενδυτική συμπεριφορά. Οι Gordon και Gandia (2012) παρέχουν ενδείξεις ότι τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού τη διαχείριση ή υποστήριξη των οποίων είχαν αναλάβει δυνητικά ευάλωτες εταιρείες αντιμετώπισαν σημαντικά υψηλότερες εκροές και μεγαλύτερο κίνδυνο μαζικής απόσυρσης των επενδυτών. Επιπλέον, οι αναλυτές και οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας μπορεί να λαμβάνουν υπόψη την ευρωστία των στοιχείων της λογιστικής κατάστασης και την χρηματοπιστωτική ευρωστία των οργανισμών που παρέχουν ΑΚΧΑ. Ως εκ τούτου, ο χαρακτήρας που αποδίδεται στην υποστήριξη από αναδόχους και η εξάρτηση αυτής της υποστήριξης από την ικανότητα του αναδόχου μπορεί να δημιουργήσει αβεβαιότητα μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά,

<sup>(1)</sup> Βλ. Scott (2012) ο οποίος αναφέρει στοιχεία του ICI σύμφωνα με τα οποία τα γαλλικά ΑΚΧΑ μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού απώλεσαν περίπου το 40 % των στοιχείων ενεργητικού τους το τρίμηνο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου 2007. Ωστόσο, αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια δεν υπόκειντο στη γαλλική νομοθεσία, αλλά προωθούνταν ως «ενισχυμένα ΑΚΧΑ».

<sup>(2)</sup> Βλ. Brady (2012) και Moody's (2010). Η Έκθεση Διαβούλευσης του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (Απρίλιος 2012) επίσης αναφέρει λεπτομερώς τα ευρήματα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ σε σχέση με την υποστήριξη από αναδόχους: την περίοδο από τον Αύγουστο του 2007 έως τις 31 Δεκεμβρίου 2008, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ εκτιμά ότι περίπου 20 % του συνόλου των ΑΚΧΑ έλαβαν κάποια υποστήριξη από τους διαχειριστές ή τις θυγατρικές τους.

η οποία μπορεί να καταστήσει τα ΑΚΧΑ πιο ευάλωτα σε μαζικές αποσύρσεις των επενδυτών. Σε γενικές γραμμές, ένα καθεστώς το οποίο εξαρτάται από σιωπηρές εγγυήσεις οι οποίες υπόκεινται στη διακριτική ευχέρεια τρίτων μπορεί να θεωρηθεί ασταθές, καθώς ο εγγυητής δεν εσωτερικοποιεί το κόστος της σιωπηρής συμφωνίας (McCabe, 2011).

### II.3. Τρέχον οικονομικό περιβάλλον

Οι τρέχουσες συνθήκες χαμηλών επιτοκίων γείρουν ερωτήματα σχετικά με την ικανότητα των ΑΚΧΑ να διατηρήσουν σταθερή την καθαρή αξία των στοιχείων του ενεργητικού τους. Μετά τη μείωση των επιτοκίων από την ΕΚΤ τον Ιούλιο του 2012, τα βραχυπρόθεσμα χρεόγραφα στα οποία επενδύουν κατά κόρον τα ευρωπαϊκά ΑΚΧΑ κατέγραψαν απότομες μειώσεις των αποδόσεων τους, οι οποίες μάλιστα σε ορισμένες περιπτώσεις ήταν αρνητικές. Δεδομένου ότι η δομή των ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού δεν μπορεί να καλύψει ζημίες, η κατάσταση που δημιουργήθηκε ανάγκασε τους διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού να αναστείλουν τις εγγραφές, ενώ ορισμένα αμοιβαία κεφάλαια αποφάσισαν να επιτρέψουν τη διακύμανση της καθαρής αξίας των στοιχείων του ενεργητικού τους, τουλάχιστον εμμέσως. Σε ορισμένες περιπτώσεις, αντί να μειωθεί η τιμή των μεριδίων μειώνεται ο αριθμός των μεριδίων που κατέχουν οι επενδυτές, κάτι που ισοδυναμεί με πραγματική ζημία των επενδυτών. Για παράδειγμα, τον Οκτώβριο του 2012 η JPMorgan Chase ανακοίνωσε στους επενδυτές των δύο μεγάλων ΑΚΧΑ που έχει στην Ευρώπη (το Euro Liquid Fund με υπό διαχείριση στοιχεία ενεργητικού ύψους 4 δισεκ. ευρώ και το Government Liquidity Fund με υπό διαχείριση στοιχεία ενεργητικού ύψους 13 δισεκ. ευρώ) ότι πρόκειται να αντιμετωπίσει τις ζημίες με αυτόν τον τρόπο. Στα εν λόγω ΑΚΧΑ προστέθηκε μια καινούρια κατηγορία ευέλικτων (flex) μεριδίων, η οποία θα διατηρήσει σταθερή την τιμή των μεριδίων που διακρατούν οι επενδυτές στο 1 ευρώ αλλά θα αφαιρέσει μερίδια από το συνολικό αμοιβαίο κεφάλαιο για την κάλυψη λειτουργικών εξόδων και αρνητικών αποδόσεων.

### III. ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΑΚΧΑ

Στο πλαίσιο της αξιολόγησης των συνεπειών των ΑΚΧΑ για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα (οι οποίες εξετάστηκαν σε πιο θεωρητικό επίπεδο στην προηγούμενη ενότητα) και των πιθανών επιδράσεων των συστάσεων του ΕΣΣΚ οι οποίες παρουσιάζονται στην ενότητα IV, στην παρούσα ενότητα παρουσιάζεται λεπτομερώς ο ευρωπαϊκός κλάδος ΑΚΧΑ βάσει ποσοτικής ανάλυσης.

Σύμφωνα με στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ, τον Ιούνιο του 2012 η αξία των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού των ευρωπαϊκών ΑΚΧΑ ανερχόταν σε 1 τρισεκ. ευρώ περίπου, δηλαδή υπολείπταν του ανώτατου επιπέδου που είχε καταγραφεί το 2008 και ήταν πιο κοντά στα επίπεδα του 2011. Ο αριθμός των αμοιβαίων κεφαλαίων επίσης μειώθηκε. Το 2011 υπήρχαν πάνω από 1 300 αμοιβαία κεφάλαια ενώ τον Ιούνιο του 2012 υπήρχαν 1 171. Η πρόσφατη μείωση έγινε εν μέρει με την ενοποίηση του τομέα κατόπιν εφαρμογής των κατευθυντήριων γραμμών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών/Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών οι οποίες αναφέρονται στην ενότητα I.2.

Το 95 % περίπου του ευρωπαϊκού κλάδου ΑΚΧΑ συγκεντρώνεται σε τρεις χώρες: στη Γαλλία (39 % των συνολικών υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού), το Λουξεμβούργο (31 %) και την Ιρλανδία (25 %). Όσον αφορά τον τομέα των επενδυτικών οργανισμών της ζώνης του ευρώ ως σύνολο, τον Ιούνιο του 2012 τα ΑΚΧΑ αντιπροσώπευαν το 15 % περίπου των συνολικών υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού. Το μεγαλύτερο μερίδιο το είχε η Γαλλία (38 % περίπου). Στην Ιρλανδία, τα στοιχεία ενεργητικού των ΑΚΧΑ αντιπροσωπεύουν το 32 % περίπου του συνόλου της αγοράς επενδυτικών οργανισμών και στο Λουξεμβούργο το 11 %. Ωστόσο, τα στοιχεία ενεργητικού τη διαχείριση των οποίων έχουν αναλάβει ΑΚΧΑ της ΕΕ αντιπροσωπεύουν μόλις το 2,5 % των συνολικών στοιχείων ενεργητικού του τομέα των ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ (εκτός των κεντρικών τραπεζών).

#### III.1. Εμβέλεια της έκτακτης έρευνας του ΕΣΣΚ

Προκειμένου να συλλέξει πιο λεπτομερείς πληροφορίες από εκείνες που προκύπτουν από τα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ, το ΕΣΣΚ διεξήγαγε έκτακτη έρευνα για τα ΑΚΧΑ χρησιμοποιώντας επίσης στοιχεία από επιμέρους αμοιβαία κεφάλαια. Η συλλογή των στοιχείων έγινε με βάση την καλύτερη δυνατή προσπάθεια από έξι χώρες (Γαλλία, Γερμανία, Ιρλανδία, Ιταλία, Λουξεμβούργο και Ισπανία). Τα στοιχεία αναφέρονται στην κατάσταση που επικρατούσε στο τέλος Ιουνίου 2012 και παρέχουν πληροφορίες σχετικά με την ανάλυση κατά τύπο αμοιβαίου κεφαλαίου, δηλαδή ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, ΒΑΚΧΑ μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού και λοιπά ΑΚΧΑ μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού. Τέτοιου είδους ανάλυση δεν περιλαμβάνεται στα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ. Η έρευνα περιλαμβάνει επίσης πληροφορίες για τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού όσον αφορά την σκιάδιμη τιμή για την περίοδο από τον Ιούνιο του 2007 έως τον Ιούνιο του 2012.

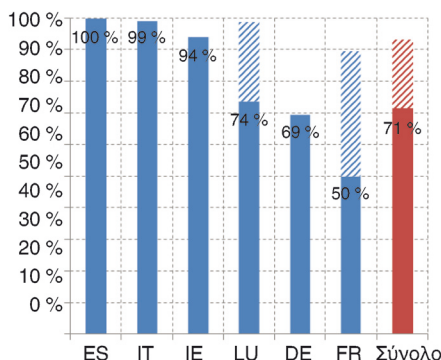
Η έρευνα του ΕΣΣΚ καλύπτει το 71 % των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού του κλάδου στις έξι χώρες που συμμετείχαν, όπως αυτά αποτυπώνονται από τα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ<sup>(1)</sup>. Επιπλέον, συλλέχθηκαν συγκεντρωτικά στοιχεία για ένα επιπλέον 22 % του κλάδου σε αυτές τις χώρες. Αυτά τα πρόσθετα στοιχεία απλώς αποτυπώνουν την ανάλυση κατά τύπο αμοιβαίου κεφαλαίου, διαχειριστή αμοιβαίου κεφαλαίου και μέγεθος αμοιβαίου κεφαλαίου από την άποψη των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού (βλ. **Σχήμα 1**). Συνολικά, τα στοιχεία της έρευνας καλύπτουν το 93 % του κλάδου των ΑΚΧΑ στις έξι χώρες που συμμετείχαν (ή το 89 % του τομέα ΑΚΧΑ της ΕΕ).

<sup>(1)</sup> Η κάλυψη είναι ελαφρώς μικρότερη για τα στοιχεία παθητικού λόγω απουσίας στοιχείων σχετικά με την επενδυτική βάση των ΑΚΧΑ που εδρεύουν στη Γερμανία.



Σχήμα 1

## Έρευνα ΕΣΣΚ: κάλυψη κατά χώρα (%)

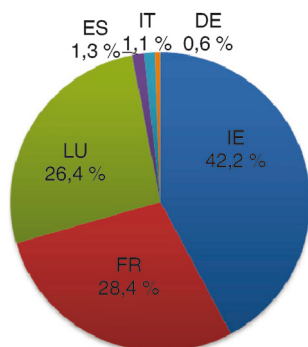


Πηγή: Έρευνα ΕΣΣΚ και ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Η επιδιωκόμενη κάλυψη όσον αφορά το σύνολο των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού από ΑΚΧΑ που εδρεύουν σε κάθε χώρα ήταν περίπου 75%. Τα διαστήματα που εμφανίζονται με ραβδώσεις αφορούν μερική υποβολή στοιχείων (δηλ. μόνο όσον αφορά τον τύπο αμοιβαίων κεφαλαίων). Η κάλυψη είναι στην πραγματικότητα μεγαλύτερη όταν λαμβάνονται υπόψη κάποιες διπλές μετρήσεις (π.χ. φτάνει το 60% στην περίπτωση της Γαλλίας όταν εξαιρούνται τα αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε μετοχές ή μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων και τα μητρικά αμοιβαία κεφάλαια).

Σχήμα 2

## Σύνθεση δείγματος (υπό διαχείριση στοιχεία ενεργητικού, %)



Πηγή: Έρευνα ΕΣΣΚ.

Σημειώσεις: Μερίδιο που αφορά μόνο την πλήρη υποβολή στοιχείων.

Η έρευνα δείχνει ότι τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού αντιπροσωπεύουν το 43% περίπου (ή 433 δισεκ. ευρώ) του συνόλου των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού των ευρωπαϊκών ΑΚΧΑ. Περίπου τα δύο τρίτα αυτών των αμοιβαίων κεφαλαίων εδρεύουν στην Ιρλανδία (272 δισεκ. ευρώ) και το ένα τρίτο στο Λουξεμβούργο (161 δισεκ. ευρώ). Τα ΑΚΧΑ τα οποία εδρεύουν στη Γαλλία χωρίζονται σε ΒΑΚΧΑ μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού και σε λοιπά ΑΚΧΑ μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού (47% και 36% αντίστοιχα). Στη Γερμανία, την Ιταλία και την Ισπανία, τα ΑΚΧΑ είναι σχεδόν αποκλειστικά μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού. Όσον αφορά τη διάκριση ανάμεσα σε σταθερή και σε μεταβλητή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού, θα πρέπει να σημειωθεί ότι αυτά τα μεγέθη βασίζονται σε κατηγοριοποίηση που έκαναν τα ίδια τα αμοιβαία κεφάλαια που συμμετείχαν στην έρευνα, καθώς δεν υπάρχει ξεκάθαρος νομικός ή στατιστικός ορισμός για τη σταθερή και την μεταβλητή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού. Ορισμένα αμοιβαία κεφάλαια έχουν και τις δύο κατηγορίες μεριδίων.

Όσον αφορά τον αριθμό των αμοιβαίων κεφαλαίων, η έρευνα περιλαμβάνει 123 αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού τα οποία λειτουργούν στο Λουξεμβούργο και την Ιρλανδία και τα οποία αντιπροσωπεύουν το 13% των αμοιβαίων κεφαλαίων στις έξι χώρες τις οποίες καλύπτει η έρευνα αλλά το 45% των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού τους (βλ. Πίνακα 1). Επιπλέον καλύπτει 330 αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού (εκ των οποίων 124 ΒΑΚΧΑ) από αυτές τις έξι χώρες.



Πίνακας 1

Ανάλυση των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού και αριθμός αμοιβαίων κεφαλαίων κατά τύπο και κατά χώρα  
(εκατ. ευρώ)

	Γαλλία		Ιρλανδία		Λουξεμβούργο		Ισπανία		Ιταλία		Γερμανία		Σύνολο δείγματος	
	Αρ. Α/Κ	Στοιχ. ενεργ. υπό διαχ.	Αρ. Α/Κ	Στοιχ. ενεργ. υπό διαχ.	Αρ. Α/Κ	Στοιχ. ενεργ. υπό διαχ.	Αρ. Α/Κ	Στοιχ. ενεργ. υπό διαχ.	Αρ. Α/Κ	Στοιχ. ενεργ. υπό διαχ.	Αρ. Α/Κ	Στοιχ. ενεργ. υπό διαχ.	Αρ. Α/Κ	Στοιχ. ενεργ. υπό διαχ.
ΑΚΧΑ CNAV	0	0	65	272,992	58	160,976	0	0	0	0	0	0	123	433,968
	0,0 %	0,0 %	66,3 %	88,2 %	19,5 %	64,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,8 %	44,4 %
ΒΑΚΧΑ VNAV	111	185,800	3	11,701	6	23,409	4	208	0	0	0	0	124	221,118
	25,5 %	47,0 %	3,1 %	3,8 %	2,0 %	9,3 %	5,6 %	2,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,9 %	22,6 %
ΑΚΧΑ VNAV	95	141,840	6	8,707	7	19,375	67	8,774	13	7,855	18	4,213	206	190,763
	21,8 %	35,9 %	6,1 %	2,8 %	2,3 %	7,7 %	94,4 %	97,5 %	92,9 %	99,0 %	37,5 %	69,3 %	21,4 %	19,5 %
Λοιπά ΑΚΧΑ VNAV	229	67,703	24	16,089	228	46,849	0	18	1	79	30	1,864	512	132,603
	52,6 %	17,1 %	24,5 %	5,2 %	76,5 %	18,7 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	53,1 %	13,6 %
ΟΣΕΚΑ	150	264,000	73	290,696	20	173,908	71	8,981	13	7,855	8	2,864	335	748,303
	34,5 %	66,8 %	74,5 %	93,9 %	6,7 %	69,4 %	100,0 %	99,8 %	92,9 %	99,0 %	16,7 %	47,1 %	34,8 %	76,5 %
Μη ΟΣΕ- ΚΑ	56	66,443	1	2,705	4	10,577	0	0	0	0	10	1,349	71	81,074
	12,9 %	16,8 %	1,0 %	0,9 %	1,3 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	20,8 %	22,2 %	7,4 %	8,3 %
Μ/Δ	229	64,900	24	16,070	274	66,125	0	18	1	79	30	1,864	558	149,056
	52,6 %	16,4 %	24,5 %	5,2 %	91,9 %	26,4 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	57,9 %	15,2 %
<b>Σύνολο</b>	<b>435</b>	<b>395,343</b>	<b>98</b>	<b>309,471</b>	<b>298</b>	<b>250,610</b>	<b>71</b>	<b>8,999</b>	<b>14</b>	<b>7,934</b>	<b>48</b>	<b>6,077</b>	<b>964</b>	<b>978,434</b>

Πηγή: Έρευνα ΕΣΣΚ και ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Η κατηγορία «Σύνολο» αφορά τα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ σχετικά με τα στοιχεία του ισολογισμού των ΑΚΧΑ και το μητρώο των ΝΧΙ. Η κατηγορία «Λοιπά ΑΚΧΑ VNAV» αφορά τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία δεν καλύπτονται από τη μελέτη. Η κατηγορία «Μ/Δ» όσον αφορά τα γαλλικά αμοιβαία κεφάλαια αναφέρεται σε προγράμματα διανομής μετοχών σε υπαλλήλους, μητρικά αμοιβαία κεφάλαια, αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε μετοχές ή μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων και αμοιβαία κεφάλαια τα οποία περιορίζονται σε έναν επενδυτή ή σε περιορισμένο αριθμό επενδυτών («fonds dédiés») που μπορεί να είναι είτε ΟΣΕΚΑ είτε μη ΟΣΕΚΑ.

### III.2. Επισκόπηση των στοιχείων ενεργητικού των ΑΚΧΑ

Όσον αφορά τους **οικονομικούς τομείς**, τα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ σχετικά με τα ΑΚΧΑ καταδεικνύουν ότι τα αμοιβαία κεφάλαια επενδύουν πρωτίστως στον τομέα των ΝΧΙ. Αυτό επιβεβαιώνεται από την έρευνα του ΕΣΣΚ η οποία δείχνει κατά μέσο όρο 75 % έκθεση σε ΝΧΙ. Κατά κανόνα, τα ανοίγματα δεν διαφέρουν στους επιμέρους τύπους αμοιβαίων κεφαλαίων (βλ. **Πίνακα 2** και **Σχήμα 4**). Τα ανοίγματα στον τομέα των επιχειρήσεων είναι σχετικά περιορισμένα (10 %). Τα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ επίσης καταδεικνύουν τη μειούμενη συνάφεια των χρεογράφων του τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων στα χαρτοφυλάκια των ΑΚΧΑ (βλ. **Σχήμα 3**) τα τελευταία χρόνια. Όσον αφορά τους εκδότες, οι κατευθυντήριες γραμμές της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών/Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών περιορίζουν τα αμοιβαία κεφάλαια από την άποψη της πιστοληπτικής ικανότητας. Ως εκ τούτου, τα στοιχεία ενεργητικού των ευρωπαϊκών ΑΚΧΑ συγκεντρώνονται σε έναν σχετικά μικρό αριθμό τραπεζικών και μη τραπεζικών εκδοτών υψηλής φερεγγυότητας (βλ. FitchRatings, 2012).

Πίνακας 2

#### Κατανομή επενδύσεων κατά τύπο αμοιβαίου κεφαλαίου και τομέα (% του συνόλου των στοιχείων ενεργητικού)

	ΝΧΙ	ΜΧΕ	Δημόσιο	ΛΧΙ
1 - ΑΚΧΑ CNAV	73,9 %	9,7 %	13,7 %	2,7 %
2 - ΒΑΚΧΑ VNAV	79,7 %	11,2 %	8,4 %	0,7 %

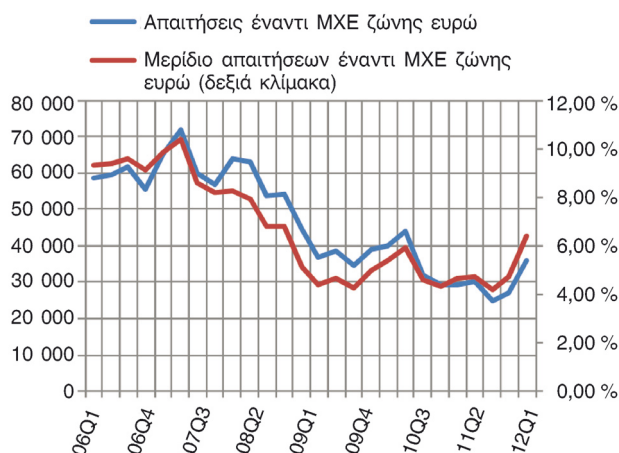
	NXI	ΜΧΕ	Δημόσιο	ΛΧΙ
3 - ΑΚΧΑ VNAV (εκτός ΒΑΚΧΑ VNAV)	74,7 %	7,9 %	16,0 %	1,4 %
1 - ΟΣΕΚΑ	75,4 %	9,3 %	13,2 %	2,1 %
2 - Μη ΟΣΕΚΑ	73,7 %	12,6 %	12,5 %	1,2 %
Σύνολο έρευνας	75,2 %	9,6 %	13,1 %	2,1 %
Σύνολο στοιχείων ΕΚΤ	75,5 %	6,6 %	11,1 %	6,9 %

Πηγή: Έρευνα ΕΣΣΚ και ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Τα σύνολα της ΕΚΤ αφορούν αποκλειστικά αντισυμβαλλομένους στη ζώνη του ευρώ.

Σχήμα 3

Έκθεση των ΑΚΧΑ σε μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις στη ζώνη του ευρώ (εκατ. ευρώ και %)



Πηγή: ΕΚΤ.

Σημειώσεις: Το «Μερίδιο απαιτήσεων έναντι ΜΧΕ ζώνης ευρώ» αναφέρεται στον λόγο των απαιτήσεων των ΑΚΧΑ έναντι μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων της ζώνης του ευρώ προς το σύνολο των απαιτήσεων των ΑΚΧΑ έναντι κατοίκων της ζώνης του ευρώ.

Σύμφωνα με την ανάλυση του Πίνακα 2, τα ΑΚΧΑ αντιπροσωπεύουν σημαντική πηγή χρηματοδότησης για τις τράπεζες συγκριτικά με άλλους τομείς. Τα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ για τις εκδόσεις χρεογράφων παρέχουν ενδείξεις σχετικά με τη σημασία των ΑΚΧΑ όσον αφορά τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση (δηλ. διάρκειας μικρότερης του ενός έτους) των ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ. Όπως φαίνεται στον Πίνακα 3, στη ζώνη του ευρώ διακρατούν το 40 % περίπου των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων που εκδόθηκαν από τράπεζες.

Πίνακας 3

Μερίδιο του συνόλου των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων των ΝΧΙ της ζώνης του ευρώ το οποίο διακρατείται από τα ΑΚΧΑ της ζώνης του ευρώ (εκατ. ευρώ και %)

Περίοδος	Στοιχ. ενεργ. ΑΚΧΑ	Εκδόσεις τίτλων	Μερίδιο
2010Q2	320 802	734 187	43,7 %
2010Q3	314 738	743 246	42,3 %
2010Q4	299 593	572 050	52,4 %
2011Q1	289 694	617 695	46,9 %
2011Q2	245 488	582 244	42,2 %
2011Q3	238 795	613 012	39,0 %

Περίοδος	Στοιχ. ενεργ. ΑΚΧΑ	Εκδόσεις τίτλων	Μερίδιο
2011Q4	228 310	702 274	32,5 %
2012Q1	258 594	710 553	36,4 %
2012Q2	254 974	677 840	37,6 %

Πηγή: ΕΚΤ.

Επιπλέον, ενώ τα αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού τα οποία εδρεύουν στη Γαλλία έχουν σημαντική έκθεση στον εγχώριο τομέα ΝΧΙ (τράπεζες και λοιπά ΑΚΧΑ), τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού στην Ιρλανδία έχουν σημαντική έκθεση σε ΝΧΙ εκτός ΕΕ (βλ. Πίνακα 4 και Σχήμα 4). Από την άλλη μεριά, τα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία εδρεύουν στο Λουξεμβούργο επενδύουν περισσότερο σε ΝΧΙ με έδρα στην ΕΕ εκτός Λουξεμβούργου. Τέλος, με σχετικούς όρους, τα ΑΚΧΑ στη Γερμανία, την Ιταλία και την Ισπανία επενδύουν περισσότερο στον εγχώριο δημόσιο τομέα.

Πίνακας 4

**Επιλεγμένες αναλύσεις επενδύσεων ΑΚΧΑ κατά περιφέρεια/τύπο κεφαλαίου και τομέα (εκατ. ευρώ)**

	ΑΚΧΑ CNAV με έδρα στην Ιρλανδία				
	ΝΧΙ	ΜΧΕ	Δημόσιο	ΛΧΙ	Σύνολο
Εγχώρια	12 661	1 531	57	2	14 251
Λοιπή ΕΕ	75 205	4 644	6 997	808	87 654
Υπ. κόσμος	127 647	18 440	19 188	6 213	171 488
Σύνολο	215 513	24 615	26 242	7 023	273 393

	ΑΚΧΑ CNAV με έδρα στο Λουξεμβούργο				
	ΝΧΙ	ΜΧΕ	Δημόσιο	ΛΧΙ	Σύνολο
Εγχώρια	965	0	446	0	1 411
Λοιπή ΕΕ	57 262	9 463	6 237	3 631	76 593
Υπ. κόσμος	32 954	6 101	23 906	735	63 696
Σύνολο	91 181	15 564	30 589	4 367	141 700

	ΑΚΧΑ VNAV με έδρα στη Γαλλία				
	ΝΧΙ	ΜΧΕ	Δημόσιο	ΛΧΙ	Σύνολο
Εγχώρια	109 905	12 087	4 709	555	127 256
Λοιπή ΕΕ	53 949	11 218	1 732	50	66 949
Υπ. κόσμος	3 100	678	0	0	3 778
Σύνολο	166 954	23 983	6 441	605	197 982

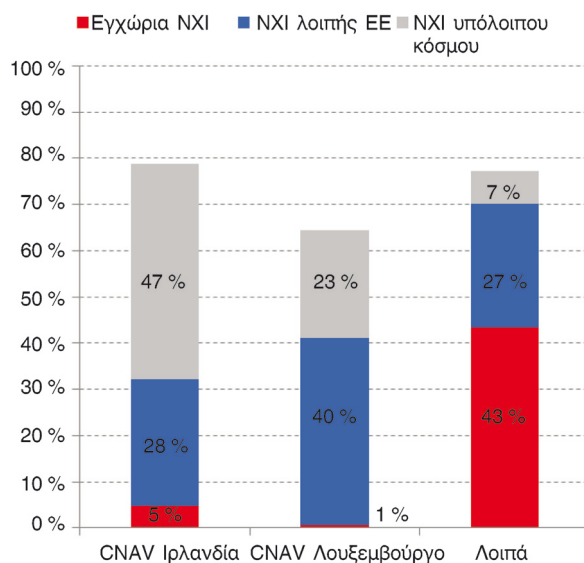
	ΑΚΧΑ με έδρα στη Γερμανία, Ιταλία και Ισπανία				
	ΝΧΙ	ΜΧΕ	Δημόσιο	ΛΧΙ	Σύνολο
Εγχώρια	6 390	213	10 093	101	16 797
Λοιπή ΕΕ	1 887	338	1 345	136	3 706
Υπ. κόσμος	284	54	237	8	583
Σύνολο	8 561	604	11 675	245	21 086

Πηγή: Έρευνα ΕΣΣΚ.

Σημειώσεις: Το σύνολο αντιστοιχεί στο 65 % των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού των ΑΚΧΑ τα οποία εδρεύουν στις έξι χώρες για τις οποίες έχουν υποβληθεί στοιχεία.

Σχήμα 4

## Μερίδιο επενδύσεων σε ΝΧΙ κατά γεωγραφική προέλευση (%)



Πηγή: Έρευνα ΕΣΣΚ.

Σημειώσεις: Η κατηγορία «Λοιπά» περιλαμβάνει αμοιβαία κεφάλαια από τη Γαλλία, την Ιταλία, την Ισπανία και τη Γερμανία συν αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού από την Ιρλανδία και το Λουξεμβούργο. Η κάλυψη αντιπροσωπεύει το 100 % της έρευνας του ΕΣΣΚ και περίπου το 70 % του συνόλου των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού των ΑΚΧΑ της ΕΕ.

Όσον αφορά τον **τύπο στοιχείων ενεργητικού**, η έρευνα δείχνει ότι τα μέσα της αγοράς χρήματος (π.χ. εμπορικά χρεόγραφα, πιστοποιητικά καταθέσεων) είναι η κυριότερη κατηγορία στοιχείων ενεργητικού στα χαρτοφυλάκια των ΑΚΧΑ (βλ. Πίνακα 5). Οι συμφωνίες επαναπώλησης, οι οποίες χρησιμοποιούνται από τα ΑΚΧΑ για την παροχή ρευστότητας έναντι ασφάλειας, αντιπροσωπεύουν μόλις το 9 % των συνολικών υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού και συνάπτονται σχεδόν αποκλειστικά με άλλα ΝΧΙ. Οι τίτλοι προερχόμενοι από τιτλοποίηση αντιπροσωπεύουν ένα πολύ μικρό ποσοστό. Το ποσοστό των «μετρητών» (δηλ. οι καταθέσεις με μηδενική ή μη καθορισμένη διάρκεια) είναι 6,6 % των στοιχείων ενεργητικού του δείγματος. Ωστόσο, είναι υψηλότερο στα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού με έδρα στην Ιρλανδία (11 %) από ό,τι σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια (π.χ. 2 % στα ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού με έδρα στο Λουξεμβούργο και 2,5 % στα ΒΑΚΧΑ με έδρα στη Γαλλία).

Πίνακας 5

## Κατανομή επενδύσεων κατά τύπο αμοιβαίου κεφαλαίου και χρηματοδοτικού μέσου (%)

	Μετρητά	Μέσα χρηματαγοράς		Συμφωνίες επαναπώλησης		Τίτλοι από τιτλοποίηση	Δημόσιο χρέος	Λοιπά μέσα/ μη καταναεμημένα
			εκ των οποίων σε ΝΧΙ		εκ των οποίων σε ΝΧΙ			
1 - ΑΚΧΑ CNAV	7,9 %	58,1 %	48,9 %	11,4 %	11,3 %	1,1 %	13,7 %	7,9 %
2 - ΒΑΚΧΑ VNAV	4,0 %	77,5 %	67,3 %	5,8 %	5,8 %	0,1 %	8,4 %	4,5 %
3 - ΑΚΧΑ VNAV (εκτός ΒΑΚΧΑ VNAV)	5,3 %	66,5 %	59,1 %	5,3 %	5,2 %	0,0 %	16,1 %	7,0 %
1 - ΟΣΕΚΑ	6,4 %	62,9 %	54,1 %	9,7 %	9,6 %	0,7 %	13,2 %	7,3 %
2 - Μη ΟΣΕΚΑ	8,9 %	73,6 %	61,1 %	1,2 %	1,2 %	0,1 %	12,6 %	4,1 %
Σύνολο	6,6 %	63,7 %	54,7 %	9,0 %	9,0 %	0,7 %	13,1 %	7,0 %

Πηγή: Έρευνα ΕΣΣΚ.

Σημειώσεις: Μερίδιο ως ποσοστό του συνόλου των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού τα οποία καλύπτονται από την έρευνα. Η κατηγορία «μετρητά» περιλαμβάνει τις τραπεζικές καταθέσεις οι οποίες δεν έχουν περιορισμούς. Οι προθεσμιακές καταθέσεις περιλαμβάνονται στην κατηγορία «λοιπά μέσα».

Η έρευνα επίσης περιλαμβάνει στοιχεία σχετικά με τη **διάρκεια** των στοιχείων ενεργητικού των ΑΚΧΑ. Φαίνεται ότι τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού έχουν πιο συντηρητικό προφίλ ρευστότητας καθώς λειτουργούν με μικρότερες διάρκειες από ό,τι άλλα αμοιβαία κεφάλαια. Για παράδειγμα, το ποσοστό των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού με διάρκεια μίας εβδομάδας είναι 39 % περίπου (133 δισεκ. ευρώ) για τα ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, 22 % για τα ΒΑΚΧΑ μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού (κυρίως στη Γαλλία) και 16 % για τα λοιπά ΑΚΧΑ μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού (βλ. Πίνακα 6) <sup>(1)</sup>.

Πίνακας 6

**Ανάλυση των στοιχείων ενεργητικού κατά τύπο αμοιβαίου κεφαλαίου και κατά διάρκεια στοιχείων ενεργητικού (%)**

	1 ημέρα ή λιγότερο/μίας ημέρας	> 1 ημέρα ≤ 1 εβδομάδα	> 1 εβδομάδα ≤ 1 μήνα	> 1 μήνα ≤ 3 μήνες	> 3 μήνες ≤ 6 μήνες	> 6 μήνες ≤ 1 έτος	> 1 έτος ≤ 397 ημέρες	> 397 ημέρες (για ΑΚΧΑ εκτός ΒΑΚΧΑ)	Κάλυψη
1 - ΑΚΧΑ CNAV	26,3 %	12,7 %	16,9 %	26,1 %	11,5 %	6,1 %	0,3 %	0,0 %	82 %
2 - ΒΑΚΧΑ VNAV	16,9 %	4,8 %	18,3 %	41,0 %	13,0 %	5,9 %	0,0 %	0,0 %	100 %
3 - ΑΚΧΑ VNAV (εκτός ΒΑΚΧΑ VNAV)	12,4 %	3,3 %	13,5 %	32,7 %	20,4 %	16,3 %	1,5 %	2,4 %	99 %
1 - ΟΣΕΚΑ	21,9 %	8,8 %	16,7 %	30,5 %	13,4 %	8,2 %	0,5 %	0,6 %	87 %
2 - Μη ΟΣΕΚΑ	14,5 %	2,7 %	15,3 %	36,5 %	19,7 %	10,8 %	0,4 %	0,3 %	100 %
Σύνολο	21,1 %	8,8 %	16,5 %	30,9 %	13,8 %	8,4 %	0,5 %	0,5 %	89 %

Πηγή: Έρευνα ΕΣΣΚ.

Σημειώσεις: Η κάλυψη αφορά το μερίδιο του συνόλου των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού (όπως προσδιορίζεται στην έρευνα) για το οποίο διατίθενται στοιχεία σχετικά με την ανάλυση κατά διάρκεια. Η κατηγορία «1 ημέρα ή λιγότερο» επίσης περιλαμβάνει καταθέσεις χωρίς λήξη ή χωρίς περιορισμούς ως προς τη διάρκεια.

Τέλος, τα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ επίσης παρέχουν επισκόπηση των στοιχείων ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων κατά νόμισμα. Στον Πίνακα 7 φαίνεται ότι το μεγαλύτερο μέρος των στοιχείων ενεργητικού των ιρλανδικών ΑΚΧΑ είναι εκφρασμένα σε λίρες Αγγλίας, ενώ το μεγαλύτερο μέρος των στοιχείων ενεργητικού των ΑΚΧΑ με έδρα στο Λουξεμβούργο είναι εκφρασμένα σε δολάρια ΗΠΑ. Τα στοιχεία ενεργητικού που είναι εκφρασμένα σε νομίσματα εκτός του ευρώ αντιπροσωπεύουν αμελητέο ποσοστό του συνόλου των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού των ΑΚΧΑ στη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ιταλία και την Ισπανία. Σύμφωνα με ανεπίσημα στοιχεία, τα ΑΚΧΑ δεν έχουν σημαντικές αναντιστοιχίες νομίσματος.

Πίνακας 7

**Ανάλυση στοιχείων ενεργητικού κατά νόμισμα για τα ΑΚΧΑ που εδρεύουν στην Ιρλανδία, το Λουξεμβούργο και τη Γαλλία (εκατ. ευρώ και %)**

	Νόμισμα στο οποίο εκφράζονται τα στοιχεία ενεργητικού	Εγχώρια χρεόγραφα NXI	Χρεόγραφα NXI λοιπής ζώνης ευρώ	Εγχώρια χρεόγραφα μη NXI	Χρεόγραφα μη NXI λοιπής ζώνης ευρώ	Χρεόγραφα εκτός ζώνης ευρώ	Καταθέσεις εκτός ζώνης ευρώ	Λοιπά στοιχεία ενεργητικού	Σύνολο ανά νόμισμα	% ανά νόμισμα	
Ιρλανδία	EUR	180	14 359	1 246	7 470	18 839	10 929		53 023	17,13	
	USD	176	9 157	5	542	66 759	18 737		95 376	30,82	
	GBP	108	25 300	285	2 596	86 313	32 525		147 127	47,54	
	CHF	0	0	0	0	0	0		0	0,00	
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00	
	Μη διαθέσιμο <sup>(1)</sup>								13 945	13 945	4,51
	Σύνολο ανά στοιχείο		464	48 816	1 536	10 608	171 911	62 191	13 945	309 471	100,00

<sup>(1)</sup> Τα ποσοστά αναφέρονται στο σύνολο των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία καλύπτονται από την έρευνα του ΕΣΣΚ και για τα οποία διατίθεται ανάλυση κατά διάρκεια (π.χ. 81 % του συνόλου των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού για τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού και 100 % για τις λοιπές κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων). Τα εν λόγω ποσοστά μπορεί λοιπόν να αλλάξουν αν η κάλυψη επεκταθεί στο σύνολο των αμοιβαίων κεφαλαίων.



	Νόμισμα στο οποίο εκφράζονται τα στοιχεία ενεργητικού	Εγχώρια χρεόγραφα NXI	Χρεόγραφα NXI λοιπής ζώνης ευρώ	Εγχώρια χρεόγραφα μη NXI	Χρεόγραφα μη NXI λοιπής ζώνης ευρώ	Χρεόγραφα εκτός ζώνης ευρώ	Καταθέσεις εκτός ζώνης ευρώ	Λοιπά στοιχεία ενεργητικού	Σύνολο ανά νόμισμα	% ανά νόμισμα
Λουξεμβούργο	EUR	712	20 257	1 277	30 303	18 660	6 631		77 840	31,06
	USD	838	8 848	111	5 700	61 630	35 607		112 734	44,98
	GBP	211	3 642	19	2 803	9 034	3 825		19 534	7,79
	CHF	167	2 026	0	655	1 894	301		5 043	2,01
	JPY	0	0	0	75	362	0		437	0,17
	Μη διαθέσιμο (1)							35 022	35 022	13,97
	Σύνολο ανά στοιχείο	1 928	34 773	1 407	39 536	91 580	46 364	35 022	250 610	100,00
Γαλλία	EUR	155 494	45 834	31 748	31 076	38 989	860		304 001	76,90
	USD	271	124	58	132	263	4		852	0,22
	GBP	0	0	0	0	45	0		45	0,01
	CHF	0	320	27	0	341	0		688	0,17
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00
	Μη διαθέσιμο (1)							89 757	89 757	22,70
	Σύνολο ανά στοιχείο	155 765	46 278	31 833	31 208	39 638	864	89 757	395 343	100,00

Πηγή: ΕΚΤ.

(1) Η κατηγορία «Μη διαθέσιμο» αφορά τη διακράτηση από την πλευρά των ΑΚΧΑ (i) μεριδίων και λοιπών τίτλων (κατά κανόνα αμελητέα), (ii) μεριδίων λοιπών ΑΚΧΑ και (iii) υπόλοιπων στοιχείων ενεργητικού. Στην περίπτωση της Γαλλίας, η συνιστώσα (ii) είναι σημαντική, γύρω στα 50 δισεκ. ευρώ, κατά πάσα πιθανότητα εκφρασμένη σε ευρώ.

### III.3. Επισκόπηση των επενδύσεων σε ΑΚΧΑ

Τα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ σχετικά με τα ΑΚΧΑ παρέχουν μια γενική μόνο εικόνα της επενδυτικής σύνθεσης των ΑΚΧΑ, ιδίως για τη ζώνη του ευρώ. Τα στοιχεία της έρευνας του ΕΣΣΚ συμπληρώνουν τα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ με πρόσθετες πληροφορίες όσον αφορά την ανάλυση της επενδυτικής βάσης κατά τομέα, ιδίως για τους επενδυτές εκτός της ζώνης του ευρώ. Στον Πίνακα 8 συνοψίζεται η γεωγραφική κατανομή των επενδύσεων σε ΑΚΧΑ κατά περιφέρεια και τύπο αμοιβαίου κεφαλαίου από τις δύο διαθέσιμες πηγές.

Όσον αφορά τη **γεωγραφική κατανομή**, η επενδυτική βάση των αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία εδρεύουν στη Γαλλία, την Ιταλία και την Ισπανία είναι ξεκάθαρα εγχώρια, ενώ τα ΑΚΧΑ τα οποία εδρεύουν στην Ιρλανδία και το Λουξεμβούργο εξαρτώνται σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό από την εξωτερική ζήτηση. Ωστόσο, οι δύο πηγές δεδομένων εμφανίζουν κάποιες αποκλίσεις όσον αφορά τη γεωγραφική κατανομή των επενδύσεων. Ειδικότερα, στα αμοιβαία κεφάλαια με έδρα στην Ιρλανδία και το Λουξεμβούργο γίνεται διάκριση ανάμεσα στη ζώνη του ευρώ και τον υπόλοιπο κόσμο (βλ. **Πίνακα 8**). Αυτές οι αποκλίσεις μπορεί να οφείλονται σε διαφορετική κάλυψη και στις αντικειμενικές δυσκολίες που αντιμετωπίζουν οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων όσον αφορά την κατηγοριοποίηση των περιφερειών και των τομέων προέλευσης των επενδύσεων τους. Σύμφωνα με στοιχεία ερευνών, οι επενδυτές εκτός ΕΕ αντιπροσωπεύουν ένα σημαντικό κομμάτι της επενδυτικής βάσης των ΑΚΧΑ (41 %), ποσοστό το οποίο είναι πολύ υψηλότερο στην περίπτωση της Ιρλανδίας (70 %). Αντιστοίχως, το 90 % των επενδύσεων εκτός ΕΕ σε ΑΚΧΑ της ΕΕ επέλεξαν αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού. Τέλος, η επενδυτική βάση των γερμανικών ΑΚΧΑ διατίθεται μόνο στα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ, τα οποία καταδεικνύουν κυριαρχία των εγχώριων επενδύσεων.

Πίνακας 8

**Σύγκριση της γεωγραφικής κατανομής των επενδύσεων σε ευρωπαϊκά ΑΚΧΑ από τα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ και την έρευνα του ΕΣΣΚ (εκατ. ευρώ και %)**

		ΕΓΧΩΡΙΑ	ΖΩΝΗ ΕΥΡΩ (εκτός εγχώριων)	ΕΕ (εκτός εγχώριων)	Υπόλοιπος κόσμος (1)	Λοιπά	Σύνολο (εκατ. ευρώ)	ΕΓΧΩΡΙΑ	ΖΩΝΗ ΕΥΡΩ (εκτός εγχώριων)	ΕΕ (εκτός εγχώριων)	Υπόλοιπος κόσμος
Γαλλία	Στοιχεία ΕΚΤ	368 496	16 718	Μ/Δ	2 676	7 453	395 343	93 %	4 %	Μ/Δ	1 %
	Έρευνα	193 645	Μ/Δ	2 475	67	Μ/Δ	196 187	99 %	Μ/Δ	1 %	0 %
Ιρλανδία	Στοιχεία ΕΚΤ	15 789	36 487	Μ/Δ	252 693	4 502	309 471	5 %	12 %	Μ/Δ	82 %
	Έρευνα	17 018	Μ/Δ	71 563	202 364	Μ/Δ	290 945	6 %	Μ/Δ	25 %	70 %

		ΕΓΧΩΡΙΑ	ΖΩΝΗ ΕΥΡΩ (εκτός εγχώριων)	ΕΕ (εκτός εγχώριων)	Υπόλοιπος κόσμος (1)	Λοιπά	Σύνολο (εκατ. ευρώ)	ΕΓΧΩΡΙΑ	ΖΩΝΗ ΕΥΡΩ (εκτός εγχώριων)	ΕΕ (εκτός εγχώριων)	Υπόλοιπος κόσμος
Λουξεμβούργο	Στοιχεία ΕΚΤ	10 172	81 766	Μ/Δ	152 159	6 513	250 610	4 %	33 %	Μ/Δ	61 %
	Έρευνα	12 493	Μ/Δ	92 651	79 340	Μ/Δ	184 485	7 %	Μ/Δ	50 %	43 %
Ιταλία	Στοιχεία ΕΚΤ	7 820	12	Μ/Δ	22	80	7 934	99 %	0 %	Μ/Δ	0 %
	Έρευνα	7 820	Μ/Δ	15	20	Μ/Δ	7 854	100 %	Μ/Δ	0 %	0 %
Ισπανία	Στοιχεία ΕΚΤ	8 860	72	Μ/Δ	28	39	8 999	98 %	1 %	Μ/Δ	0 %
	Έρευνα	8 881	Μ/Δ	100	0	Μ/Δ	8 981	99 %	Μ/Δ	1 %	0 %
Γερμανία	Στοιχεία ΕΚΤ	4 120	1 547	Μ/Δ	384	26	6 077	68 %	25 %	Μ/Δ	6 %
	Έρευνα	Μ/Δ	Μ/Δ	Μ/Δ	Μ/Δ	Μ/Δ	Μ/Δ	Μ/Δ	Μ/Δ	Μ/Δ	Μ/Δ
Σύνολο	Στοιχεία ΕΚΤ	435 941	137 229	Μ/Δ	408 653	18 736	1 000 559	44 %	14 %	Μ/Δ	41 %
	Έρευνα	239 857	Μ/Δ	166 804	281 791		688 452	35 %	Μ/Δ	24 %	41 %

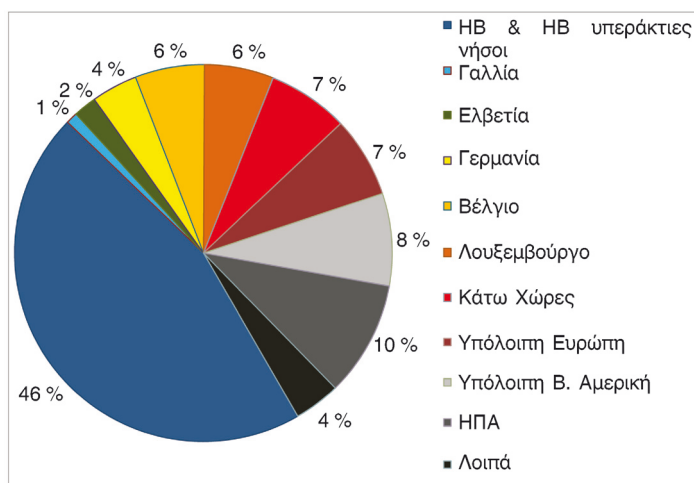
Πηγή: Έρευνα ΕΣΣΚ και ΕΚΤ.

(1) Ισοδυναμεί με τους κατοίκους εκτός ΕΕ στην έρευνα του ΕΣΣΚ και με τους κατοίκους εκτός ζώνης ευρώ στα στοιχεία της ΕΚΤ.

Η αβεβαιότητα σχετικά με τα στοιχεία που αφορούν την επενδυτική βάση φαίνεται και από τα στοιχεία της Ένωσης Θεσμικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων της Χρηματαγοράς, τα οποία υποδηλώνουν πολύ μικρότερο ποσοστό επενδυτών εκτός ΕΕ σε αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού της ΕΕ (βλ. **Σχήμα 5**).

Σχήμα 5

Επενδυτές της Ένωσης Θεσμικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων της Χρηματαγοράς σε ΑΚΧΑ κατά χώρα (Δεκέμβριος 2010)



Πηγή: Ένωση Θεσμικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων της Χρηματαγοράς (αναφέρεται στο ESRB Occasional Paper, 2012).

Όσον αφορά την **ανάλυση** της επενδυτικής βάσης των ΑΚΧΑ της ΕΕ **κατά τομέα** (βλ. **Πίνακα 9**), η έρευνα καταδεικνύει τη σημασία του τομέα των ΝΧΙ (32 % της επενδυτικής βάσης). Έπεται ο τομέας των επιχειρήσεων με ποσοστό 21 % και ακολουθούν ο τομέας των ασφαλιστικών εταιρειών και των ταμείων συντάξεων (13 %) και ο τομέας των λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (ΛΧΙ, π.χ. λοιποί επενδυτικοί οργανισμοί, αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνων) με ποσοστό 12 %. Τα ΑΚΧΑ λοιπόν δεν είναι απλώς μια σημαντική πηγή χρηματοδότησης των τραπεζών, αλλά οι ίδιες οι τράπεζες είναι σημαντικοί επενδυτές σε ΑΚΧΑ.

Πίνακας 9

## Επενδυτική βάση επιλεγμένων κατηγοριών αμοιβαίων κεφαλαίων (εκατ. ευρώ και %)

Τύπος ΑΚΧΑ	Χώρες υποβολής στοιχείων	ΣΥΝΟΛΟ (εκατ. ευρώ)	ΝΧΙ	ΜΧΕ	ΛΧΙ	ΑΕΤΣ	Νοικ.	Λοιπά ή Μ/Δ	Κάλυψη (1)	Διορθωμένη κάλυψη
1 - ΑΚΧΑ CNAV	Ιρλανδία	272 962	37,8 %	10,7 %	22,0 %	3,2 %	0,1 %	26,3 %	100,0 %	73,7 %
	Λουξεμβούργο	141 700	48,8 %	32,5 %	1,5 %	3,1 %	13,5 %	0,6 %	88,0 %	87,5 %
2 - ΒΑΚΧΑ VNAV	Γαλλία	103 389	14,7 %	22,4 %	1,1 %	50,7 %	5,1 %	6,0 %	55,6 %	49,7 %
	Λοιπές	35 598	21,5 %	11,2 %	31,9 %	24,7 %	1,1 %	9,5 %	100,0 %	90,5 %
3 - ΑΚΧΑ VNAV (εκτός ΒΑΚΧΑ VNAV)	Γαλλία	92 798	25,5 %	44,0 %	5,7 %	10,0 %	5,7 %	9,1 %	65,4 %	56,3 %
	Λοιπές	44 710	8,7 %	3,0 %	5,5 %	10,2 %	55,0 %	17,5 %	100,0 %	82,5 %
1 - ΟΣΕΚΑ	Όλες	636 383	34,4 %	20,2 %	12,7 %	10,6 %	7,1 %	15,0 %	99,4 %	84,4 %
2 - Μη ΟΣΕΚΑ	Όλες	54 774	7,4 %	29,1 %	2,3 %	37,8 %	17,6 %	5,8 %	97,6 %	91,8 %
Σύνολο	Όλες	691 157	32,2 %	20,9 %	11,9 %	12,7 %	7,9 %	14,3 %	70,6 %	56,4 %

Πηγή: Έρευνα ΕΣΣΚ.

(1) Η κάλυψη κατά τύπο αμοιβαίων κεφαλαίων υπολογίζεται με βάση τα αθροίσματα της πλήρους και της μερικής υποβολής στοιχείων. Η κάλυψη για τα σύνολα υπολογίζεται σε σχέση με τον συνολικό αριθμό αμοιβαίων κεφαλαίων στις έξι χώρες που υπέβαλαν στοιχεία σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΚΤ. Η προσαρμοσμένη κάλυψη είναι η συμψηφισμένη κάλυψη της κατηγορίας «Λοιπά ή Μ/Δ». Τα ποσοστά τα οποία αναγράφονται με έντονους χαρακτήρες αντιπροσωπεύουν ποσά τα οποία υπερβαίνουν τα 20 δισεκ. ευρώ.

Όσον αφορά ορισμένες **εθνικές ιδιαιτερότητες**, τα στοιχεία καταδεικνύουν την κυριαρχία των επενδυτών ΝΧΙ στα ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού τα οποία εδρεύουν στο Λουξεμβούργο και την Ιρλανδία. Στα ιρλανδικά ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού επενδύουν πολλά ΛΧΙ εκτός ΕΕ (22 %). Οι κύριοι επενδυτές σε ΒΑΚΧΑ μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού με έδρα στη Γαλλία είναι ασφαλιστικές εταιρείες και ταμεία συντάξεων. Η μεγαλύτερη συγκέντρωση επενδύσεων μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων σε ΑΚΧΑ παρατηρείται στα ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού με έδρα στο Λουξεμβούργο (46 δισεκ. ευρώ), στα ΑΚΧΑ μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού με έδρα στη Γαλλία εκτός των ΒΑΚΧΑ (41 δισεκ. ευρώ) και στα ιρλανδικά αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού (29 δισεκ. ευρώ). Τέλος, η μεγάλη πλειοψηφία των επενδυτών σε ΑΚΧΑ στην Ισπανία και την Ιταλία ανήκουν στον τομέα των νοικοκυριών. Για τις έξι χώρες που υπέβαλαν στοιχεία, οι συνολικές επενδύσεις νοικοκυριών της ΕΕ σε ΑΚΧΑ ανέρχονται σε 32 δισεκ. ευρώ. Σημαντικό ποσοστό νοικοκυριών εκτός ΕΕ επενδύουν σε ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού στο Λουξεμβούργο (16 δισεκ. ευρώ).

#### III.4. Συγκέντρωση του κλάδου

Ο ευρωπαϊκός κλάδος ΑΚΧΑ χαρακτηρίζεται από σχετικά υψηλό βαθμό συγκέντρωσης, ιδίως όσον αφορά τα ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού. Σύμφωνα με την έρευνα, τα πρώτα δέκα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού στην Ευρώπη —επί συνόλου 123— αντιπροσωπεύουν μερίδιο αγοράς 55 % περίπου ή 226 δισεκ. ευρώ (βλ. **Πίνακα 10**). Τα πρώτα δέκα αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού —εκ των οποίων τα εννέα έχουν έδρα στη Γαλλία— αντιπροσωπεύουν μερίδιο αγοράς 33 %. Στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων εκτός ΟΣΕΚΑ, τα πρώτα δέκα αμοιβαία κεφάλαια αντιπροσωπεύουν μερίδιο αγοράς 74 % (1).

Πίνακας 10

#### Συγκέντρωση των πρώτων 3, 5, 10 και 20 αμοιβαίων κεφαλαίων για επιλεγμένες κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων (%)

ΑΚΧΑ	CNAV, Ιρλανδία	CNAV, Λουξεμβούργο	Γαλλία	Σύνολο CNAV	Σύνολο VNAV	ΟΣΕΚΑ	Μη ΟΣΕΚΑ	Σύνολο ΑΚΧΑ
Πρώτα 3	26,10 %	65,40 %	16,70 %	27,60 %	15,10 %	16,50 %	46,10 %	12,30 %
Πρώτα 5	38,40 %	77,30 %	23,10 %	36,50 %	21,10 %	22,70 %	55,70 %	17,60 %
Πρώτα 10	64,00 %	86,80 %	35,90 %	55,50 %	32,80 %	34,40 %	73,70 %	26,80 %

(1) Κυρίως λόγω ενός μεγάλου αμοιβαίου κεφαλαίου μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού το οποίο εδρεύει στη Γαλλία και αντιπροσωπεύει το 35 % των αμοιβαίων κεφαλαίων εκτός ΟΣΕΚΑ της έρευνας.

ΑΚΧΑ	CNAV, Ιρλανδία	CNAV, Λουξεμβούργο	Γαλλία	Σύνολο CNAV	Σύνολο VNAV	ΟΣΕΚΑ	Μη ΟΣΕΚΑ	Σύνολο ΑΚΧΑ
Πρώτα 20	84,30 %	N/A	50,50 %	77,60 %	48,10 %	52,20 %	88,80 %	40,60 %

Πηγή: Έρευνα ΕΣΣΚ.

Σημειώσεις: Τα μερίδια για τις κατηγορίες «Γαλλία» και «Όλα τα Α/Κ» υπολογίζονται έναντι του συνόλου των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού όπως αποτυπώνεται στα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ για τις χώρες που υπέβαλαν στοιχεία. Για όλες τις υπόλοιπες κατηγορίες, τα μερίδια αναφέρονται στο σύνολο των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων για τα οποία διατίθενται οι αντίστοιχες πληροφορίες (σταθερής ή μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, ΟΣΕΚΑ ή μη), 89 % και 82 % του συνόλου αντίστοιχα.

Η ανάλυση της συγκέντρωσης κατά όμιλο διαχείρισης αποκαλύπτει ότι οι πρώτοι πέντε όμιλοι που διαχειρίζονται ΑΚΧΑ στην Ευρώπη αντιπροσωπεύουν το 40 % του συνόλου του κλάδου ΑΚΧΑ της ΕΕ, και οι πρώτοι δέκα όμιλοι το 54 %. Ο κλάδος ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού παρουσιάζει ακόμη μεγαλύτερη συγκέντρωση, καθώς οι πρώτοι πέντε όμιλοι αντιπροσωπεύουν το 87 % του κλάδου στο Λουξεμβούργο και το 59 % στην Ιρλανδία. Όσον αφορά τα αμοιβαία κεφάλαια εκτός ΟΣΕΚΑ, οι πρώτοι τρεις διαχειριστές στην Ευρώπη διαχειρίζονται το 67 % περίπου του τομέα. Εκ των πρώτων δέκα ομίλων στην Ευρώπη, επτά συνδέονται με τράπεζες (συμπεριλαμβανομένων τεσσάρων εκ των πρώτων πέντε), δύο είναι ανεξάρτητοι διαχειριστές και ένας ανήκει σε ασφαλιστικό όμιλο.

Πίνακας 11

**Συγκέντρωση του κλάδου ΑΚΧΑ κατά όμιλο διαχείρισης (%)**

Ανάδοχοι	CNAV, Ιρλανδία	CNAV, Λουξεμβούργο	Γαλλία	Σύνολο CNAV	Σύνολο VNAV	ΟΣΕΚΑ	Μη ΟΣΕΚΑ	Σύνολο ΑΚΧΑ
Πρώτοι 3	43,90 %	84,10 %	46,20 %	51,10 %	43,90 %	37,90 %	67,00 %	30,00 %
Πρώτοι 5	59,30 %	86,80 %	58,60 %	61,10 %	55,70 %	47,10 %	77,00 %	40,50 %
Πρώτοι 10	73,80 %	N/A	71,10 %	81,60 %	70,20 %	62,30 %	91,90 %	53,60 %

Πηγή: Έρευνα ΕΣΣΚ.

Σημειώσεις: Τα μερίδια για τις κατηγορίες «Γαλλία» και «Όλα τα Α/Κ» υπολογίζονται έναντι του συνόλου των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού όπως αποτυπώνεται στα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ για τις χώρες που υπέβαλαν στοιχεία. Για όλες τις υπόλοιπες κατηγορίες, τα μερίδια αναφέρονται στο σύνολο των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων για τα οποία διατίθενται οι αντίστοιχες πληροφορίες (σταθερής ή μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, ΟΣΕΚΑ ή μη), 89 % και 82 % του συνόλου αντίστοιχα.

**III.5. Απόκλιση των αμοιβαίων κεφαλαίων σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού από την ονομαστική αξία**

Στο παρελθόν, τα ευρωπαϊκά ΑΚΧΑ εμφάνισαν αποκλίσεις ανάμεσα στη σκιά και στη σταθερή τιμή τους (δηλ. κατέγραψαν μη πραγματοποιηθείσες ζημιές λόγω αποτίμησης με την τρέχουσα τιμή της αγοράς). Σύμφωνα με την έρευνα του ΕΣΣΚ, η οποία περιλάμβανε δείγμα 76 αμοιβαίων κεφαλαίων (με υπό διαχείριση στοιχεία ενεργητικού ύψους 414 δισεκ. ευρώ), 18 αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού κατέγραψαν αποκλίσεις έως 10 μονάδες βάσης και 15 αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού κατέγραψαν αποκλίσεις άνω των 10 μονάδων βάσης την περίοδο από τον Ιούνιο του 2007 έως τον Ιούνιο του 2012 (βλ. Πίνακα 12). Επιπλέον, 13 από τα 15 αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού τα οποία κατέγραψαν αποκλίσεις άνω των 10 μονάδων βάσης αντιπροσωπεύουν 72 δισεκ. ευρώ περίπου των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού<sup>(1)</sup>. Τα εν λόγω αμοιβαία κεφάλαια περιλαμβάνουν τα δέκα μεγαλύτερα αμοιβαία κεφάλαια του δείγματος. Σε ορισμένα αμοιβαία κεφάλαια, ωστόσο, οι αποκλίσεις περιορίστηκαν στο πιστωτικό γεγονός μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers το 2008. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι τα εν λόγω στοιχεία καλύπτουν τόσο την περίοδο πριν από την κανονιστική μεταρρύθμιση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών και της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών όσο και την περίοδο μετά από αυτήν, καθώς και ότι οι αποκλίσεις σε αυτές τις περιόδους δεν μπορούν να αναγνωριστούν βάσει των στοιχείων της έρευνας.

Πίνακας 12

**Αποκλίσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού από την ονομαστική αξία την περίοδο από τον Ιούνιο του 2007 έως τον Ιούνιο του 2012 (εκατ. ευρώ και %)**

Απόκλιση	Συνολικός	με διαθέσιμα στοιχεία περί μεγέθους			
	αριθμός ΑΚΧΑ	Αριθμός ΑΚΧΑ	Σύνολο NAV	Μερίδιο	NAV πρώτα 3
Έως 10 μ.β.	18	13	77,872	28,00 %	45,935
11 μ.β. ή άνω	15	12	72,253	26,50 %	45,935

Πηγή: Έρευνα ΕΣΣΚ.

Σημειώσεις: Αριθμός αποκλίσεων από την ονομαστική αξία την περίοδο από τον Ιούνιο 2007 έως τον Ιούνιο 2012. Κάλυψη: 78 ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού (στοιχεία σχετικά με το μέγεθος των αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν διαθέσιμα μόνο για 65 αμοιβαία κεφάλαια)

<sup>(1)</sup> Δεν διατίθενται στοιχεία για τα υπόλοιπα δύο αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού.

#### IV. ΣΥΣΤΑΣΕΙΣ ΤΟΥ ΕΣΣΚ

##### IV.1. Εμβέλεια των συστάσεων

Ο **στόχος πολιτικής** που διέπει τις συστάσεις του ΕΣΣΚ είναι ο μετριασμός των κινδύνων τους οποίους θέτουν τα ΑΚΧΑ που εδρεύουν στην ΕΕ για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και οι οποίοι απορρέουν από τα χαρακτηριστικά τους τα οποία προσομοιάζουν των τραπεζών και από την έκθεσή τους στον κίνδυνο μαζικής απόσυρσης των επενδυτών (ιδίως για τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού). Οι συστάσεις επίσης αποσκοπούν στην ορθή και συνεπή εφαρμογή των συστάσεων του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς στην Ευρώπη.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκδήλωσε την πρόθεσή της να αναπτύξει νομοθετικά μέτρα σχετικά με τους ΟΣΕΚΑ και τα ΑΚΧΑ για ολόκληρη την ΕΕ. Στο πλαίσιο της εναρμονισμένης εφαρμογής στο σύνολο της ΕΕ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή είναι ο μόνος **αποδέκτης** των συστάσεων του ΕΣΣΚ. Η Επιτροπή μπορεί να συμβουλευθεί τις Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές —ιδίως την ΕΑΚΑΑ— σχετικά με την εφαρμογή των συστάσεων του ΕΣΣΚ και, προκειμένου να διασφαλίσει την εναρμονισμένη εφαρμογή των συστάσεων, μπορεί να τους ζητήσει να αναπτύξουν τα απαραίτητα τεχνικά πρότυπα, κατευθυντήριες γραμμές και συστάσεις (συμπεριλαμβανομένων προτύπων υποβολής και δημοσιοποίησης στοιχείων). Η κατάρτιση τεχνικών προτύπων σχετικά με την κανονιστική ρύθμιση των ΑΚΧΑ δεν εμπίπτει στο αντικείμενο του παρόντος παραρτήματος.

Όσον αφορά την περίοδο εφαρμογής των συστάσεων και σύμφωνα με το καθορισμένο χρονοδιάγραμμα για τη μεταρρύθμιση του πλαισίου των ΟΣΕΚΑ, η Επιτροπή καλείται να ενημερώσει το ΕΣΣΚ τον Ιούνιο του 2013 και τον Ιούνιο του 2014 για την πρόοδο της εφαρμογής των συστάσεων. Όσον αφορά τη σύσταση Α, προτείνονται πρόσθετες μεταβατικές ρυθμίσεις.

Όσον αφορά την **κάλυψη των αμοιβαίων κεφαλαίων**, σύμφωνα με τις συστάσεις του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς, οι συστάσεις του ΕΣΣΚ αφορούν οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων με έδρα στην ΕΕ οι οποίοι διαθέτουν/πωλούν σε επενδυτές προϊόντα τα οποία παρουσιάζονται ως χρηματοδοτικά μέσα που αποσκοπούν στη διατήρηση του αρχικού κεφαλαίου, την παροχή ημερήσιας ρευστότητας και την επίτευξη αποδόσεων οι οποίες συμβαδίζουν με τα επιτόκια της αγοράς χρήματος. Αφορούν ιδίως αμοιβαία κεφάλαια τα οποία παρουσιάζονται ή διατίθενται ως ΑΚΧΑ ή τα οποία παρουσιάζεται ότι φέρουν τα χαρακτηριστικά ΑΚΧΑ (δηλ. με στόχο τη διατήρηση της κεφαλαιακής αξίας, καθημερινή δυνατότητα εξόφλησης, αποδόσεις με βάση τα επιτόκια της αγοράς χρήματος) ή αμοιβαία κεφάλαια τα οποία διατίθενται με τρόπο ο οποίος δίδει αυτή την εντύπωση (π.χ. ως αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης ρευστών διαθεσίμων, ρευστά αμοιβαία κεφάλαια ή αμοιβαία κεφάλαια ρευστότητας, ή αμοιβαία κεφάλαια μικρής διάρκειας). Με την επιφύλαξη ρητής αναφοράς στον τύπο αμοιβαίου κεφαλαίου (π.χ. σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, ΒΑΚΧΑ, ΟΣΕΚΑ, μη ΟΣΕΚΑ), οι συστάσεις του ΕΣΣΚ προορίζονται να καλύψουν όλους τους τύπους ΑΚΧΑ στην Ευρώπη όπως ορίζονται παραπάνω, ανεξαρτήτως ονομασίας ή εφαρμοστέου ρυθμιστικού πλαισίου.

Όλες οι συστάσεις εξετάζονται λεπτομερώς παρακάτω. Παρουσιάζεται το οικονομικό σκεπτικό στο οποίο βασίζονται και γίνεται αξιολόγηση η οποία περιλαμβάνει πιθανά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, καθώς και, όπου αυτό είναι εφικτό, πιθανές επιδράσεις στην αγορά. Στο πλαίσιο της αξιολόγησης γίνεται εκτενής χρήση ερευνητικών εργασιών, των αποτελεσμάτων ειδικής συλλογής δεδομένων και διαβουλεύσεων με συμμετέχοντες στην αγορά.

##### IV.2. Σύσταση Α – Υποχρεωτική μετάβαση σε μεταβλητή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού

**Συνιστάται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή να διασφαλίσει ότι η σχετική νομοθεσία της Ένωσης:**

1. **απαιτεί από τα ΑΚΧΑ να έχουν κυμαινόμενη καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού·**
2. **απαιτεί από τα ΑΚΧΑ τη γενική εφαρμογή της αποτίμησης με την εύλογη αξία και τον περιορισμό της αποτίμησης στο αποσβεσθέν κόστος σε περιορισμένο αριθμό προκαθορισμένων συνθηκών.**

###### IV.2.1. Οικονομικό σκεπτικό

###### α) Επιλογές πολιτικής

Ένας σημαντικός συστημικός κίνδυνος που αφορά τα ΑΚΧΑ είναι ότι αποτελούν οντότητες του σκιώδους τραπεζικού συστήματος οι οποίες επιτελούν μια οικονομική λειτουργία η οποία προσομοιάζει στις λειτουργίες των τραπεζών. Αν και υπόκεινται στην εποπτεία της αγοράς, δεν έχουν νομική μορφή αντίστοιχη με εκείνη των τραπεζών ούτε υπόκεινται στο πλαίσιο κανονιστικής ρύθμισης που ισχύει για τις τράπεζες (βλ. Ενότητα II).

Οι συστάσεις του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (Οκτώβριος 2012), όπως αυτές εγκρίθηκαν από το ΣΧΣ, αποσκοπούν στην αντιμετώπιση αυτού του ζητήματος. Με το έγγραφο διαβούλευσης το οποίο δημοσιεύθηκε τον Νοέμβριο του 2012 σχετικά με τη μεταρρύθμιση του σκιώδους τραπεζικού συστήματος, το ΣΧΣ επικροτεί το έργο του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς. Στο εν λόγω έγγραφο αναφέρεται ότι οι κίνδυνοι μπορούν να αντιμετωπιστούν με δύο τρόπους: i) εξαλείφοντας τα χαρακτηριστικά των ΑΚΧΑ τα οποία αυξάνουν την πιθανότητα μαζικής απόσυρσης των επενδυτών, δηλαδή εξαλείφοντας τα χαρακτηριστικά που προσομοιάζουν των τραπεζικών καταθέσεων, ii) επιτρέποντας στα ΑΚΧΑ να διατηρήσουν τα χαρακτηριστικά τους τα οποία προσομοιάζουν των τραπεζικών καταθέσεων υπό την προϋπόθεση ότι θα θεσπιστούν μέτρα για την αντιμετώπιση των κινδύνων κατά το πρότυπο των τραπεζικών κανονισμών προληπτικής εποπτείας.

Η πρώτη εκδοχή απαιτεί μεταρρυθμίσεις όσον αφορά την αποτίμηση των μεριδίων ΑΚΧΑ για την εξάλειψη των χαρακτηριστικών που προσομοιάζουν των τραπεζικών καταθέσεων. Συνεπώς, η αποτίμηση των μεριδίων θα πρέπει να αντανakλά καλύτερα την αξία των υποκειμένων στοιχείων ενεργητικού των ΑΚΧΑ. Αυτό σημαίνει ότι τα ΑΚΧΑ θα πρέπει να χρησιμοποιούν το μοντέλο της μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού και γενικά να εφαρμόζουν την αποτίμηση με την εύλογη αξία. Τυχόν



συνεχιζόμενη εφαρμογή της αποτίμησης στο αποσβεσθέν κόστος δεν θα πρέπει να επιτρέπει σημαντική απόκλιση της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού από την εύλογη αξία. Εναλλακτικά, τα ΑΚΧΑ θα μπορούσαν να συνεχίσουν να εφαρμόζουν το μοντέλο της σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, αλλά υπό την προϋπόθεση αυξημένης ευθυγράμμισης με το πλαίσιο κανονιστικής ρύθμισης των τραπεζών. Ειδικότερα, θα πρέπει να συμμορφώνονται με απαιτήσεις οι οποίες αντιστοιχούν στις κεφαλαιακές απαιτήσεις, τις απαιτήσεις ρευστότητας και τις λοιπές απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας οι οποίες ισχύουν για τις τράπεζες και τους παρέχουν προστασία έναντι μαζικών αποσύρσεων των επενδυτών.

Αυτό αντανακλάται στη 10η σύσταση του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς σύμφωνα με την οποία «τα ΑΚΧΑ τα οποία προσφέρουν σταθερή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού θα πρέπει να υπόκεινται σε μέτρα τα οποία έχουν σχεδιαστεί κατά τρόπο ώστε να μειώσουν τους κινδύνους που συνδέονται με το χαρακτηριστικό της σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού και να εσωτερικοποιήσουν το κόστος που απορρέει από αυτούς τους κινδύνους. Οι ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει να απαιτούν, όπου αυτό είναι εφικτό, μετάβαση σε κυμαινόμενη/μεταβλητή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού. Εναλλακτικά, θα πρέπει να θεοπιστούν ασφαλιστικές δικλίδες για την ενίσχυση της ανθεκτικότητας των ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού και της ικανότητάς τους να αντιμετωπίζουν σημαντικές εξοφλήσεις. Το ΣΧΣ προσδίδει στο προαναφερθέν έγγραφο του Νοεμβρίου 2012 ότι στις περιπτώσεις στις οποίες δεν είναι εφικτή αυτή η μετατροπή οι απαιτούμενες ασφαλιστικές δικλίδες θα πρέπει να είναι λειτουργικά ισοδύναμες με τις κεφαλαιακές απαιτήσεις, τις απαιτήσεις ρευστότητας και τις λοιπές απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας οι οποίες ισχύουν για τις τράπεζες και τους παρέχουν προστασία έναντι μαζικών αναλήψεων. Στην 4η σύσταση του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς αναφέρεται περαιτέρω ότι τα ΑΚΧΑ θα πρέπει να συμμορφώνονται με τη γενική αρχή της αποτίμησης με την εύλογη αξία όταν αποτιμούν τους τίτλους που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο τους. Η μέθοδος της αποτίμησης στο αποσβεσθέν κόστος θα πρέπει να χρησιμοποιείται μόνο σε περιορισμένες περιπτώσεις.»

Όταν εξετάζεται η μετάβαση από αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού σε αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, θα πρέπει να λαμβάνονται ιδιαίτερος υπόψη οι συνεχιζόμενες διεθνείς εξελίξεις (βλ. Ενότητα I.1). Η δέσμη συστάσεων του ΣΧΣ για το σκιάδες τραπεζικό σύστημα αναμένεται να έχει ολοκληρωθεί τον Σεπτέμβριο του 2013 (ΣΧΣ, Νοέμβριος 2012). Δεδομένης της διασύνδεσης των αγορών και της έντονης προσαρμοστικότητας του σκιάδους τραπεζικού συστήματος, θα μπορούσε κανείς να υποστηρίξει ότι οι προτάσεις σχετικά με το σκιάδες τραπεζικό σύστημα, του οποίου τα ΑΚΧΑ αποτελούν μέρος, θα πρέπει να είναι ολοκληρωμένες και ότι μια αποσπασματική ή ατελής προσέγγιση πολύ γρήγορα θα αποτελέσει αντικείμενο αρμπιτράζ. Το ΣΧΣ δήλωσε ότι μόλις ολοκληρωθούν οι τελικές συστάσεις του σκοπεύει να ασχοληθεί με τις διαδικασίες που απαιτούνται για την ορθή υλοποίηση των διαφόρων συστάσεων πολιτικής για το σκιάδες τραπεζικό σύστημα. Ωστόσο, δεν εξετάζει το ενδεχόμενο περαιτέρω ενασχόλησης με τις ίδιες τις συστάσεις για τα ΑΚΧΑ.

Σύμφωνα με τον θεμελιώδη χαρακτήρα των ΑΚΧΑ, η καλύτερη επιλογή πολιτικής είναι να ενισχυθούν τα επενδυτικά χαρακτηριστικά των ΑΚΧΑ και να μειωθούν εκείνα τα χαρακτηριστικά τους τα οποία προσομοιάζουν στις λειτουργίες των τραπεζών/καταθέσεις μέσω της υποχρεωτικής μετατροπής τους από αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού σε αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού. Το σκεπτικό βάσει του οποίου το ΣΧΣ προχωρά πέρα από την 10η σύσταση του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς είναι το μειωμένο κίνητρο μαζικής απόσυρσης των επενδυτών, η αυξημένη διαφάνεια των τιμών και η μειωμένη διασύνδεση. Το σκεπτικό αναλύεται με περισσότερες λεπτομέρειες παρακάτω.

#### β) Μείωση των κινδύνων

Αν και μαζικές αποσύρσεις επενδυτών μπορούν να συμβούν σε όλους τους τύπους αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία εμφανίζουν ασυμφωνίες ως προς τη ληκτότητα ή τη ρευστότητα, τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού έχουν χαρακτηριστικά τα οποία υποδηλώνουν ότι είναι πιθανότερο ένας επενδυτής να επιδιώξει το πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης σε περιόδους εντάσεων στις αγορές (βλ. Ενότητα II.1). Η μετατροπή σε αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού θα μειώσει τους συγκεκριμένους κινδύνους οι οποίοι συνδέονται με τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, καθώς και τις επιδράσεις ενός πιστωτικού γεγονότος. Το μοντέλο των αμοιβαίων κεφαλαίων μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού μπορεί να μειώσει το κίνητρο των μεριδιούχων να αποσυρθούν όταν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο καταγράφει μέτριας έκτασης ζημία. Όπως αναφέρεται στην Ενότητα II, ακόμη και μικρές ζημιές μπορεί να προκαλέσουν μαζική απόσυρση των επενδυτών από ένα ΑΚΧΑ η οποία μπορεί να εξαπλωθεί και σε άλλα ΑΚΧΑ. Το πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης το οποίο δημιουργείται από την εφαρμογή αποτίμησης στο αποσβεσθέν κόστος και τη στρωγγυλοποίηση της καθαρής αξίας των στοιχείων του ενεργητικού μπορεί να μειωθεί μέσω του ξανααγκασμού των μεριδιούχων να εξαργυρώνουν τα μερίδιά τους με καθαρή αξία η οποία αντανακλά τις τρέχουσες ζημιές, μειώνοντας έτσι τη μεταφορά των ζημιών στους υπόλοιπους μεριδιούχους.

Η απομάκρυνση από την αποτίμηση στο αποσβεσθέν κόστος και τη στρωγγυλοποίηση μπορεί επίσης να παράσχει στους επενδυτές **διαφάνεια τιμών**, καθώς επιτρέπει τη διακύμανση των τιμών των μεριδίων όπως συμβαίνει σε οποιονδήποτε άλλο οργανισμό συλλογικών επενδύσεων. Επιπλέον, μπορεί να βοηθήσει τους επενδυτές να κατανοήσουν καλύτερα τους εγγραφείς κινδύνους αυτών των αμοιβαίων κεφαλαίων και τη διαφορά τους από τις τραπεζικές καταθέσεις. Κατά συνέπεια, μπορεί να περιορίσει τις προσδοκίες των επενδυτών ότι τα ΑΚΧΑ δεν είναι ευπαθή σε ζημιές, καθώς και να μειώσει τον κίνδυνο μαζικής απόσυρσης των επενδυτών όταν ένα αμοιβαίο κεφάλαιο δεν καταφέρει να ανταποκριθεί σε αυτές τις προσδοκίες. Είναι πιο πιθανό οι επενδυτές να αναμένουν, άρα και να αποδέχονται, τακτικές διακυμάνσεις, όπως συμβαίνει με άλλα επενδυτικά προϊόντα, επειδή η μείωση των τιμών της αγοράς δεν θα σηματοδοτεί απαραίτητα επικείμενη αδυναμία εξυπηρέτησης των τίτλων που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο τους<sup>(1)</sup>. Τα αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού μπορεί να μειώσουν την αβεβαιότητα σχετικά με την ποιότητα των στοιχείων ενεργητικού που περιλαμβάνονται στα χαρτοφυλάκιά τους, καθώς αυτή θα αντανακλάται στην καθαρή αξία των στοιχείων ενεργητικού.

<sup>(1)</sup> Το καλοκαίρι του 2011, για παράδειγμα, καταγράφηκαν διακυμάνσεις της αξίας των ευρωπαϊκών ΑΚΧΑ μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού οι οποίες αντανακλούν τις μεταβαλλόμενες συνθήκες στην αγορά και την αυξημένη αστάθεια. Παρά τις εν λόγω διακυμάνσεις, η επίδραση στις εξοφλήσεις ήταν μικρή, γεγονός το οποίο υποδηλώνει ότι οι επενδυτές αποδέχονται τις προσωρινές μεταβολές (ακόμη και τις αρνητικές) στην καθαρή αξία των στοιχείων ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων τους.

Τα ΑΚΧΑ τα οποία επενδύουν σε πολύ μικρές διάρκειες με μικρότερο πιστωτικό κίνδυνο και μικρότερο κίνδυνο επιτοκίου κατά πάσα πιθανότητα θα εμφανίσουν αυτόν τον μειωμένο κίνδυνο μέσω της μικρότερης διακύμανσης της καθαρής αξίας των στοιχείων του ενεργητικού. Καθώς οι επενδυτές θα είναι σε θέση να συγκρίνουν τις ημερήσιες διακυμάνσεις της αξίας σε διαφορετικές συνθήκες της αγοράς, οι πληροφορίες θα βοηθήσουν τους επενδυτές να λάβουν αποφάσεις οι οποίες ανταποκρίνονται περισσότερο στις προτιμήσεις τους όσον αφορά τη σχέση κινδύνου-απόδοσης.

Ακόμη και αν το προαναφερθέν πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης μπορεί να μειωθεί, ενδέχεται να παραμείνει το κίνητρο εξόφλησης πριν από τους άλλους, αν και σε μικρότερο βαθμό. Δεδομένου ότι τα ΑΚΧΑ δεν έχουν 100 % ημερήσια ρευστότητα, μπορεί να προκύψουν ακραίες περιπτώσεις αδυναμίας εξόφλησης των επενδυτών. Ως εκ τούτου, σε περιπτώσεις ιδιαίτερα υψηλόποσων εξοφλήσεων, οι επενδυτές μπορεί να εξακολουθούν να έχουν κίνητρο να εξαργυρώσουν τα μερίδιά τους (όπως συμβαίνει και με κάθε επενδυτικό οργανισμό), επειδή οι επακόλουθες εξοφλήσεις μπορεί να αναγκάσουν το αμοιβαίο κεφάλαιο να πωλήσει λιγότερο ρευστά στοιχεία του ενεργητικού και ενδεχομένως να καταγράψει ζημιές. Στον κίνδυνο μαζικής απόσυρσης επενδυτών μπορεί επίσης να συμβάλει τυχόν αβεβαιότητα η οποία αφορά την αποτίμηση και η οποία είναι επίσης παρούσα στα αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού.

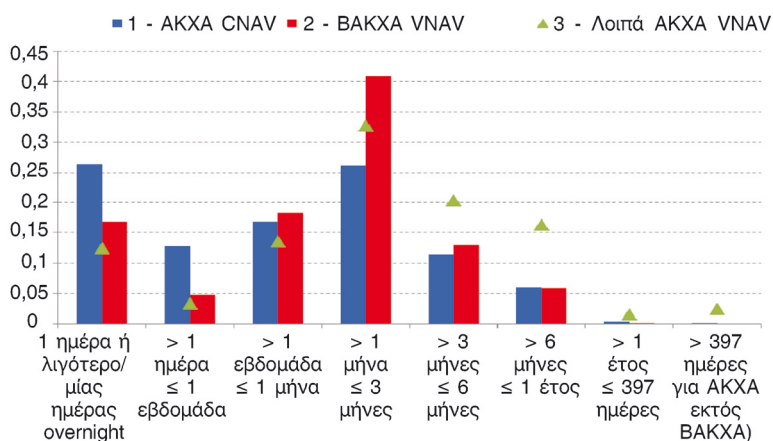
Για τον περαιτέρω περιορισμό αυτών των κινδύνων, επίσης σε σχέση με τα αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, η σύσταση αντιμετωπίζει την αποτίμηση επιμέρους χρηματοδοτικών μέσων. Σε γενικές γραμμές, τα ΑΚΧΑ θα πρέπει να εξασφαλίζουν ότι τα στοιχεία ενεργητικού αποτιμώνται με βάση τις τρέχουσες τιμές της αγοράς, εφόσον φυσικά αυτές οι τιμές είναι διαθέσιμες, αξιόπιστες και επικαιροποιημένες. Όταν οι τιμές της αγοράς δεν είναι διαθέσιμες ή αξιόπιστες, τα αμοιβαία κεφάλαια θα πρέπει γενικά να αποτιμούν τους τίτλους οι οποίοι περιλαμβάνονται στα χαρτοφυλάκια τους σύμφωνα με υποδείγματα αποτίμησης τα οποία βασίζονται στην τρέχουσα καμπύλη αποδόσεων και στις διαφορές των εκδοτών.

Η σύσταση δεν υπονοεί πλήρη απαγόρευση της αποτίμησης στο αποσβεσθέν κόστος. Ωστόσο, αν εξακολουθήσει να επιτρέπεται η αποτίμηση στο αποσβεσθέν κόστος, πρέπει να προβλεφθούν ισχυρές ασφαλιστικές δικλίδες για την ελαχιστοποίηση του κινδύνου πλημμελούς τιμολόγησης. Σύμφωνα με τη σύσταση του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς, η αποτίμηση στο αποσβεσθέν κόστος θα πρέπει να χρησιμοποιείται μόνο όπου θεωρείται ότι επιτρέπει ορθή κατά προσέγγιση εκτίμηση της τιμής του μέσου.

Θα πρέπει να εφαρμοστούν περιορισμοί στη χρήση της αποτίμησης στο αποσβεσθέν κόστος όσον αφορά την εναπομένουσα διάρκεια του μέσου, καθώς με αυτόν τον τρόπο θα μειωθεί σημαντικά ο κίνδυνος αποκλίσεων μεταξύ της τιμής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού και της πραγματικής τιμής ενός ΑΚΧΑ. Αν και ο Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς συνιστά ως μέγιστη εναπομένουσα διάρκεια τις 90 ημέρες, τα μέσα με ακόμη μικρότερη εναπομένουσα διάρκεια μπορεί να αποδειχθούν επιρρεπή στον κίνδυνο επιτοκίου και στον πιστωτικό κίνδυνο. Από αυτή την άποψη, θα πρέπει να σημειωθεί ότι τα ευρωπαϊκά ΑΚΧΑ (ιδίως τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού) διακρατούν υψηλό ποσοστό στοιχείων ενεργητικού με εναπομένουσα διάρκεια μικρότερη των 90 ημερών (βλ. **Σχήμα 6**). Στις ΗΠΑ, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (1977) επιτρέπει στα αμοιβαία κεφάλαια την αποτίμηση στο αποσβεσθέν κόστος μόνο σε περίπτωση εναπομένουσας διάρκειας 60 ημερών ή λιγότερο και σε συνδυασμό με πρόσθετες ασφαλιστικές δικλίδες (!). Παρά το γεγονός ότι οι περιορισμοί εφαρμόζονται σωρευτικά, αν το μέγιστο όριο οριζόταν στις 90 ημέρες θα υπήρχε ο κίνδυνος εκτεταμένης εφαρμογής της αποτίμησης στο αποσβεσθέν κόστος. Σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, η εσφαλμένη τιμολόγηση των στοιχείων ενεργητικού ακόμη και κατά 0,5 % μπορεί να δημιουργήσει κίνητρα μαζικής απόσυρσης των επενδυτών, καθώς οι επενδυτές μπορεί να επιχειρήσουν να εξαργυρώσουν τα μερίδιά τους στην ονομαστική τους αξία προτού η αξία των μεριδίων διαμορφωθεί υπό το άρτιο.

Σχήμα 6

## Διάρκεια στοιχείων ενεργητικού κατά τύπο αμοιβαίου κεφαλαίου (%)



Πηγή: Έρευνα ΕΣΣΚ.

Σημειώσεις: Η κατηγορία «1 ημέρα ή λιγότερο» επίσης περιλαμβάνει καταθέσεις χωρίς λήξη ή χωρίς περιορισμούς ως προς τη διάρκεια. Η κάλυψη των αμοιβαίων κεφαλαίων σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού αντιπροσωπεύει το 82 % των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού.

(!) Επί του παρόντος, ο κανόνας 2α-7 προβλέπει την απόκλιση από αυτόν τον γενικό κανόνα για τα ΑΚΧΑ, τα οποία έχουν τη δυνατότητα να χρησιμοποιούν την αποτίμηση στο αποσβεσθέν κόστος και τη στρουγγυλοποίηση χωρίς τον εν λόγω περιορισμό. Σύμφωνα με το Συμβούλιο Εποπτείας της Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (2012), η μετατροπή σε μεταβλητή καθαρή αξία στοιχείων του ενεργητικού θα απαιτούσε την κατάργηση αυτής της εξαίρεσης και τα ΑΚΧΑ θα ήταν συνεπώς υποχρεωμένα να αποτιμούν τα χαρτοφυλάκια τους όπως και τα υπόλοιπα αμοιβαία κεφάλαια, χρησιμοποιώντας μεταξύ άλλων την αποτίμηση στο αποσβεσθέν κόστος μόνο σε περίπτωση εναπομένουσας διάρκειας 60 ημερών ή λιγότερο και υπό ορισμένες άλλες προϋποθέσεις.

Η σύσταση Β σχετικά με τις απαιτήσεις ρευστότητας επίσης αφορά τα αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού και θα πρέπει να μειώσει περαιτέρω τον κίνδυνο μαζικής απόσυρσης των επενδυτών. Ωστόσο, θα πρέπει να αναγνωρισθεί ότι ακόμη και αν οι κίνδυνοι είναι πιθανό να μειωθούν, ο κίνδυνος μαζικής απόσυρσης των επενδυτών δεν μπορεί να εξαλειφθεί τελείως καθώς τα ΑΚΧΑ μετασχηματίζουν τη ληκτότητα.

Τέλος, η σύσταση Α μπορεί να βοηθήσει στην αντιμετώπιση του συστημικού κινδύνου που συνδέεται με τη **διασύνδεση** των αναδόχων των ΑΚΧΑ, καθώς τυχόν διακυμάνσεις της μεταβλητής καθαρής αξίας των στοιχείων του ενεργητικού μπορεί να μειώσουν την εξάρτηση των επενδυτών από τη σιωπηρή υποστήριξη η οποία υπόκειται στη διακριτική ευχέρεια των αναδόχων. Αυτό ισχύει επειδή οι ανάδοχοι των αμοιβαίων κεφαλαίων μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού έχουν λιγότερα κίνητρα να προβούν σε ενέργειες ώστε να σταθεροποιηθεί η τιμή των μεριδίων.

#### IV.2.2. Αξιολόγηση

##### α) Πιθανές επιδράσεις

Τυχόν επιλογές πολιτικής σχετικά με τα ΑΚΧΑ θα πρέπει να αξιολογηθούν ενδελεχώς όσον αφορά τις πιθανές επιδράσεις τους στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και στη λειτουργία της αγοράς. Η επιλογή πολιτικής η οποία επικρατεί αυτή τη στιγμή στη διεθνή σκηνή είναι η υποχρεωτική μετάβαση από ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού σε ΑΚΧΑ μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού. Δεδομένων των διεθνών συνδέσεων που δημιουργούν τα ΑΚΧΑ, η ιδανική λύση θα ήταν η ευθυγράμμιση της κανονιστικής παρέμβασης σε διεθνές επίπεδο. Ωστόσο, την ημερομηνία δημοσίευσης της παρούσας έκθεσης, είναι άγνωστο κατά πόσο στο προσεχές μέλλον θα υπάρξουν περαιτέρω μεταρρυθμίσεις του κανονιστικού πλαισίου στις ΗΠΑ (στην μεγαλύτερη αγορά ΑΚΧΑ παγκοσμίως). Παράλληλα, στην Ευρώπη συνεχίζονται οι νομοθετικές πρωτοβουλίες σχετικά με το πλαίσιο για τους ΟΣΕΚΑ, οι οποίες μπορεί να αποτελέσουν ευκαιρία για τη θέσπιση μέτρων τα οποία θα μειώσουν περαιτέρω τους συστημικούς κινδύνους που απορρέουν από τα ΑΚΧΑ (βλ. Ενότητα Ι).

Αφενός, αν υποθεθεί ότι οι επενδυτές σε ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού δεν ενδιαφέρονται τόσο για την καθαυτή ταξινόμηση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου όσο για τα υποκείμενα στοιχεία ενεργητικού του, οι συνέπειες μιας (μονομερούς) υποχρεωτικής μετάβασης σε ΑΚΧΑ μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού στην Ευρώπη μπορεί να είναι αμελητέες για τον ευρωπαϊκό κλάδο ΑΚΧΑ. Αφετέρου, οι επενδυτές σε ευρωπαϊκά αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού μπορεί ξαφνικά να στραφούν προς τις αγορές άλλων χωρών ή προς εναλλακτικά προϊόντα. Αυτό μπορεί να έχει σοβαρή επίδραση στην τιμολόγηση και τη διαθεσιμότητα βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης για τους δανειολήπτες στην Ευρώπη, ιδίως τις τράπεζες.

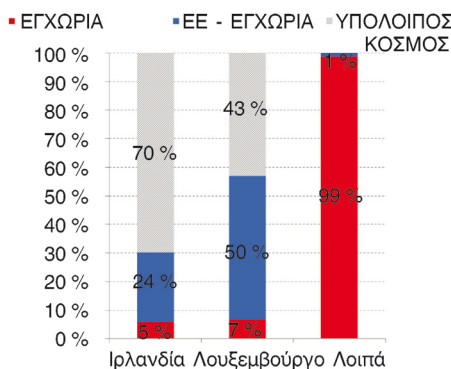
Στη συζήτηση στρογγυλής τραπέζης που διοργάνωσε το ΕΣΣΚ με σχετικούς φορείς του ιδιωτικού τομέα, διάφοροι φορείς του κλάδου υποστήριξαν ότι η επενδυτική ζήτηση είναι μάλλον απίθανο να μειωθεί από την πλευρά των επενδυτών της ΕΕ και ότι θα μειωθεί περισσότερο από την πλευρά των επενδυτών εκτός ΕΕ, ιδίως από τις ΗΠΑ όπου οι επενδυτές ενδιαφέρονται ιδιαίτερα για τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού. Η μείωση της επενδυτικής ζήτησης από τις ΗΠΑ μπορεί να είναι σημαντική αν δεν υπάρξει παρόμοια κανονιστική μεταρρύθμιση στο προσεχές μέλλον. Αν και είναι πολύ δύσκολο να μετρηθεί η επίδραση μιας πιθανής μονομερούς μετάβασης σε αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού στην Ευρώπη, αν μη τι άλλο λόγω της αβεβαιότητας που χαρακτηρίζει την επενδυτική συμπεριφορά, στην Ενότητα II παρουσιάζονται διάφορα χρήσιμα στοιχεία τα οποία μπορούν τουλάχιστον να παράσχουν μια ένδειξη.

Τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού έχουν σημαντική έκθεση σε ΝΧΙ εκτός ΕΕ (συνολικά 161 δισεκ. ευρώ), συγκριτικά με την έκθεση σε ΝΧΙ της ΕΕ (146 δισεκ. ευρώ), η οποία οφείλεται κυρίως στα ιρλανδικά αμοιβαία κεφάλαια (128 δισεκ. ευρώ, 47 % του συνόλου των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού). Η διασυννοριακή έκθεση των ιρλανδικών αμοιβαίων κεφαλαίων σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού σε ΝΧΙ εντός της ΕΕ είναι επίσης μεγάλη (75 δισεκ. ευρώ). Όσον αφορά το Λουξεμβούργο, η έκθεση σε ΝΧΙ εντός ΕΕ είναι μεγαλύτερη (58 δισεκ. ευρώ) από ό,τι η έκθεση σε ΝΧΙ εκτός ΕΕ (33 δισεκ. ευρώ), αν και σε αυτή την περίπτωση τα μεγέθη που διατίθενται μπορεί να υποεκτιμούν την πραγματική έκθεση. Συνεπώς, τυχόν υποχρεωτική μετάβαση σε αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού μπορεί να επηρεάσει τη χρηματοδότηση προς ευρωπαϊκά ΝΧΙ για ποσό ύψους 146 δισεκ. ευρώ, αν και είναι πιθανό ένα μέρος αυτής της χρηματοδότησης να παραμείνει επενδεδυμένο σε ευρωπαϊκά ΝΧΙ, π.χ. μέσω της άμεσης διακράτησης τίτλων που εκδίδονται από ευρωπαϊκές τράπεζες ή μέσω τραπεζικών καταθέσεων.

Υπάρχει μεγάλη αβεβαιότητα όσον αφορά τη γεωγραφική κατανομή των επενδυτών σε ΑΚΧΑ, όπως προκύπτει από τις διαφορές ανάμεσα στα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ και τα στοιχεία της έκτακτης έρευνας που διεξήγαγε το ΕΣΣΚ (βλ. **Πίνακα 9** στην Ενότητα III.3). Τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού εδρεύουν κυρίως στην Ιρλανδία και το Λουξεμβούργο. Στον Πίνακα 9 της Ενότητας III.3 παρέχονται πληροφορίες σχετικά με τη γεωγραφική κατανομή και την ανάλυση κατά τομέα της επενδυτικής τους βάσης (βλ. επίσης **Σχήμα 7** και **Σχήμα 8** παρακάτω).

Σχήμα 7

## Γεωγραφική κατανομή των επενδυτών σε ΑΚΧΑ (%)

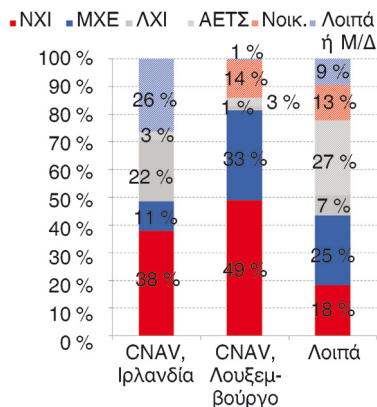


Πηγή: Έρευνα ΕΣΣΚ.

Σημειώσεις: Η κατηγορία «Λοιπά» περιλαμβάνει αμοιβαία κεφάλαια από τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ιταλία και την Ισπανία. Η κάλυψη αντιπροσωπεύει το 100 % της έρευνας του ΕΣΣΚ και περίπου το 70 % του συνόλου των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού των ΑΚΧΑ της ΕΕ.

Σχήμα 8

## Ανάλυση κατά τομέα των επενδυτών σε ΑΚΧΑ (%)



Πηγή: Έρευνα ΕΣΣΚ.

Σημειώσεις: Η κατηγορία «Λοιπά» περιλαμβάνει αμοιβαία κεφάλαια από τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ιταλία και την Ισπανία συν αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού από την Ιρλανδία και το Λουξεμβούργο. Η κάλυψη αντιπροσωπεύει το 100 % της έρευνας του ΕΣΣΚ και περίπου το 70 % του συνόλου των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού των ΑΚΧΑ της ΕΕ.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας του ΕΣΣΚ, το μερίδιο των επενδυτών εκτός ΕΕ στα ιρλανδικά ΑΚΧΑ είναι 70 % (ή 202 δισεκ. ευρώ) (βλ. Σχήμα 7). Ωστόσο, σύμφωνα με τα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ τα οποία καλύπτουν το σύνολο των ΑΚΧΑ, οι επενδυτές εκτός της ζώνης του ευρώ αντιπροσωπεύουν το 82 % (ή 253 δισεκ. ευρώ). Ωστόσο, δεν φαίνεται εύλογο οι επενδυτές από το Ηνωμένο Βασίλειο και άλλες χώρες μέλη της ΕΕ εκτός της ζώνης του ευρώ να αντιπροσωπεύουν μόλις 51 δισεκ. ευρώ (η διαφορά μεταξύ των δύο μεγεθών) ενώ τα αμοιβαία κεφάλαια της Ιρλανδίας τα οποία είναι εκφρασμένα σε λίρες Αγγλίας να αντιπροσωπεύουν περίπου 134 δισεκ. ευρώ. Αν και δεν διατίθεται ακριβές μέγεθος, θα μπορούσε κανείς να θεωρήσει το ποσό της έρευνας του ΕΣΣΚ (202 δισεκ. ευρώ) ως το άνω όριο ενός διαστήματος. Το κάτω όριο θα μπορούσε να προκύψει από τα στατιστικά στοιχεία της ΕΚΤ αφαιρώντας από το σύνολο του τομέα του υπόλοιπου κόσμου τη συνολική αξία των αμοιβαίων κεφαλαίων που είναι εκφρασμένα σε λίρες Αγγλίας (δηλ. 119 δισεκ. ευρώ, ή 253 μείον 134 δισεκ. ευρώ). Συνολικά, το μερίδιο των επενδυτών από τον υπόλοιπο κόσμο οι οποίοι επενδύουν στην Ιρλανδία θα μπορούσε να είναι οπουδήποτε ανάμεσα στα 119 δισεκ. ευρώ και τα 202 δισεκ. ευρώ. Σύμφωνα με την έρευνα, οι εν λόγω επενδυτές επενδύουν πρωτίστως σε αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού (84 %).

Όσον αφορά το Λουξεμβούργο, τα στοιχεία της έρευνας καλύπτουν μόνο εν μέρει την επενδυτική βάση των ΑΚΧΑ, περίπου το 74 % των συνολικών επενδύσεων. Σύμφωνα με αυτά τα στοιχεία, ο τομέας του υπόλοιπου κόσμου (δηλ. εκτός ΕΕ) αντιπροσωπεύει περί το 79 δισεκ. ευρώ ή 43 % της συνολικής επενδυτικής βάσης. Το αντίστοιχο μέγεθος βάσει των στατιστικών στοιχείων της ΕΚΤ, τα οποία ωστόσο περιλαμβάνουν τους επενδυτές από το Ηνωμένο Βασίλειο, είναι 152 δισεκ. ευρώ ή 61 % της συνολικής επενδυτικής βάσης. Αν αφαιρεθούν τα αμοιβαία κεφάλαια που είναι εκφρασμένα σε λίρες Αγγλίας και εδρεύουν στο Λουξεμβούργο (αντιστοιχούν σε περίπου 20 δισεκ. ευρώ), το διάστημα ανάμεσα στα δύο μεγέθη παραμένει αρκετά μεγάλο (από 79 δισεκ. ευρώ έως 132 δισεκ. ευρώ).



Όσον αφορά τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, διατίθενται στοιχεία μόνο από την έρευνα του ΕΣΣΚ. Σύμφωνα με αυτή την πηγή, οι επενδυτές εκτός της ΕΕ αντιπροσωπεύουν 257 δισεκ. ευρώ ή 62 % της συνολικής επενδυτικής βάσης. Ωστόσο, αυτό το μέγεθος μπορεί να είναι υπερεκτιμημένο δεδομένης της αβεβαιότητας όσον αφορά την προέλευση των επενδυτών.

Συνολικά, σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας του ΕΣΣΚ, η δυναμική ζήτηση από επενδυτές εκτός ΕΕ ανέρχεται σε 257 δισεκ. ευρώ (ή 25 % του συνόλου) και μπορεί να αφορά συγκεκριμένα τα ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού. Δυστυχώς, η γεωγραφική κατανομή της επενδυτικής βάσης δεν επιτρέπει τον προσδιορισμό της κατηγορίας των επενδυτών που προέρχονται από τις ΗΠΑ. Αν η μετάβαση σε ΑΚΧΑ μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού οδηγήσει σε απόσυρση αυτών των επενδυτών, ενδέχεται να επηρεαστεί το 25 % των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού των ΑΚΧΑ της ΕΕ. Αυτό μπορεί επίσης να επηρεάσει και τη χρηματοδότηση των ΝΧΙ. Ωστόσο, δεδομένου ότι τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού επενδύουν σε μεγάλο βαθμό εκτός της ΕΕ (βλ. **Πίνακα 4** στην Ενότητα III.2), η επίδραση στα ΝΧΙ της ΕΕ μπορεί να είναι πιο περιορισμένη. Επιπλέον, είναι πιθανό το μερίδιο των επενδυτών εκτός ΕΕ να είναι υπερβολικά διογκωμένο στην έρευνα. Σύμφωνα με στοιχεία της Ένωσης Θεσμικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων της Χρηματαγοράς, 10 % ή περίπου 40 δισεκ. ευρώ μπορούν να αποδοθούν σε επενδυτές από τις ΗΠΑ. Ως εκ τούτου, η άμεση επίδραση από τυχόν απόσυρση αυτών των επενδυτών θα ήταν μάλλον περιορισμένη.

#### β) Μεταβατικές ρυθμίσεις

Οι μεταβατικές ρυθμίσεις για μια αναγκαστική μετάβαση στη μεταβλητή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού θα ήταν απαραίτητες για διάφορους λόγους. Πρώτον, η μετατροπή από σταθερή σε μεταβλητή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού θα μπορούσε να αποτελέσει πρόκληση σε επίπεδο λειτουργίας τόσο για τους διαχειριστές όσο και για τους επενδυτές, καθώς τα συστήματα πληροφορικής και υποστηρίξης (back-office) θα έπρεπε ενδεχομένως να αναδιαρθρωθούν. Δεύτερον, πιθανώς οι επενδυτές να ζητήσουν υψηλότερες εξοφλήσεις σε μια προσπάθεια να αποτρέψουν τις ενδεχόμενες ζημιές στην περίπτωση που η ισχύουσα σταθερή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού διαφέρει από την «πραγματική» μεταβλητή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού. Συνιστάται επομένως μια αρκετά μακρόχρονη μεταβατική περίοδος για τα υφιστάμενα ΑΚΧΑ, στη διάρκεια της οποίας θα μπορούσε να διατηρηθεί η σταθερή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού προκειμένου να γίνουν οι απαραίτητες προσαρμογές. Η μεταβατική περίοδος για τα υφιστάμενα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού θα μπορούσε να εκτείνεται σε τουλάχιστον δύο έτη από την τελική δημοσίευση των ισχυόντων κανόνων. Επιπλέον, τα ΑΚΧΑ θα πρέπει να ανακοινώσουν τη μετάβαση στη μεταβλητή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού και να εξηγήσουν τις επιδράσεις της προσεκτικά αρκετό καιρό προτού εφαρμοστεί η αλλαγή. Η περίοδος αυτή θα πρέπει να είναι αρκετά μεγάλη και για τους επενδυτές, προκειμένου να λάβουν υπόψη οποιεσδήποτε μεταρρυθμίσεις μπορεί να εφαρμοστούν στα ΑΚΧΑ των ΗΠΑ, βοηθώντας έτσι να μετριαστούν οι ανησυχίες σχετικά με τον ρόλο του πρωτοπόρου εκ μέρους της Ευρώπης στο συγκεκριμένο θέμα.

#### γ) Κεφαλαιακές απαιτήσεις ως ενδεχόμενη εναλλακτική

##### Σκεπτικό

Εάν η μετατροπή στη μεταβλητή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού δεν είναι εφικτή, το ΣΧΣ (Νοέμβριος 2012) προτείνει εναλλακτικά την εφαρμογή απαιτήσεων που θα ασκήσουν την ίδια επίδραση με τους τραπεζικούς κανονισμούς προληπτικής εποπτείας. Εάν δεν υπάρξει ευρωπαϊκή νομοθεσία που να απαιτεί την υποχρεωτική μετατροπή όλων των ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού σε μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, θα έπρεπε να εφαρμοστούν αυστηρές ασφαλιστικές δικλίδες, συμπεριλαμβανομένων των κεφαλαιακών απαιτήσεων, σύμφωνα με τους τραπεζικούς κανονισμούς.

Στη συνέχεια, αναλύονται οι κεφαλαιακές απαιτήσεις. Το σκεπτικό στο οποίο βασίζονται οι συμβατικές κεφαλαιακές απαιτήσεις είναι ότι, εννοιολογικά, υπάρχουν ομοιότητες μεταξύ αμοιβαίων κεφαλαίων σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού και τραπεζικών καταθέσεων (οι οποίες προστατεύονται μέσω των κεφαλαιακών απαιτήσεων των τραπεζών). Σκοπός των κεφαλαιακών απαιτήσεων για τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού είναι να ενισχυθεί η ικανότητά τους να επωμίζονται τις ζημιές που μπορούν να προκύψουν από αδυναμία πληρωμής ή πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων, προκειμένου να ικανοποιηθούν τα αιτήματα εξόφλησης τα οποία απειλούν τη σταθερή αξία ανά μερίδιο. Έτσι, μπορεί να μετριαστεί ο συστημικός κίνδυνος που συνδέεται με τέτοια είδους αμοιβαία κεφάλαια, καθώς θα μειωθεί το πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης και το ενδιαφέρον των επενδυτών να ζητούν εξοφλήσεις σε περιόδους εντάσεων, δεδομένου ότι αναμένουν ότι οι ζημιές θα είναι μικρότερες από το μέγεθος των κεφαλαιακών αποθεμάτων ασφαλείας<sup>(1)</sup>.

Εκτός των κεφαλαιακών απαιτήσεων, θα μπορούσε να ζητηθεί από τα ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού να κάνουν αίτηση για άδεια λειτουργίας πιστωτικού ιδρύματος περιορισμένου σκοπού (βλ. Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο 2012). Έτσι, θα διασφαλιζόταν ότι τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού υπόκεινται σε κανονισμούς προληπτικής εποπτείας που προσομοιάζουν στους κανονισμούς των τραπεζών —ιδίως όσον αφορά το κεφάλαιο. Θα επέτρεπε επίσης σε τέτοιου είδους φορείς, όπως και στις τράπεζες, να ωφεληθούν από την εγγύηση των καταθέσεων και τη ρευστότητα που χορηγεί η κεντρική τράπεζα.

##### Πιθανά μοντέλα

Δύο πιθανά μοντέλα κεφαλαιακών απαιτήσεων είναι υπό συζήτηση σε διεθνές επίπεδο: i) απόθεμα ασφαλείας καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού χρηματοδοτούμενο από τους επενδυτές και ii) κεφαλαιακές απαιτήσεις για τον διαχειριστή. Στη συνέχεια αναλύονται λεπτομερώς τα δύο αυτά μοντέλα.

##### i) Απόθεμα ασφαλείας καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού χρηματοδοτούμενο από την αγορά

Ένα απόθεμα ασφαλείας καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού αποτελεί την πρώτη εναλλακτική επιλογή. Τα ΑΚΧΑ θα δημιουργούσαν ένα αποθεματικό σε επίπεδο αμοιβαίου κεφαλαίου παρακρατώντας μέρος των εσόδων τους το οποίο θα χρησίμευε ως ενδεχόμενος ανασταλτικός μηχανισμός έναντι ζημιών. Θα μπορούσε να οριστεί από τη νομοθεσία ένα ελάχιστο όριο για το απόθεμα ασφαλείας καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού και το αμοιβαίο κεφάλαιο θα μπορούσε να σταματήσει να παρακρατεί αυτά τα έσοδα μόλις επιτυχανόταν το όριο αυτό. Ωστόσο, το μοντέλο αυτό παρουσιάζει διάφορα μειονεκτήματα (βλ. Διεθνή Οργανισμό Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς, Οκτώβριος 2012).

<sup>(1)</sup> Βλ. π.χ. Gordon & Gandia (2012)· Squam Lake Group (2011)· Συμβούλιο Εποπτείας της Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (FSOC - 2012).



Ένα αρκετά μεγάλο αποθεματικό θα χρειαζόταν χρόνο για να συγκεντρωθεί και η δημιουργία αποθέματος ασφαλείας για παρατεταμένο χρονικό διάστημα θα είχε περιορισμένη χρήση για τη μεταβατική περίοδο. Η δημιουργία μικρότερου αποθέματος ασφαλείας μπορεί να είναι ταχύτερη, θα είχε όμως περιορισμένη χρήση· θα μπορούσε μάλιστα να δώσει λανθασμένη εντύπωση ότι οι ζημιές των επενδυτών έχουν καλύτερη προστασία από ό,τι στην πραγματικότητα, γεγονός το οποίο μπορεί να αυξήσει τον συστημικό κίνδυνο. Στο σημερινό περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, η δημιουργία σημαντικού αποθέματος ασφαλείας θα ήταν επίσης πολύ δύσκολο να επιτευχθεί.

Η δημιουργία αποθέματος ασφαλείας θα μπορούσε να προκαλέσει μετατόπιση των κερδών από τους υπάρχοντες μεριδιούχους, που συμβάλλουν στη δημιουργία του, στους μελλοντικούς μεριδιούχους, που ενδέχεται να ωφεληθούν από αυτό αργότερα.

Καθώς το απόθεμα ασφαλείας θα μειώσει άμεσα την απόδοση που μπορεί να προσφέρει το αμοιβαίο κεφάλαιο, οι επενδύσεις σε ΑΚΧΑ μπορεί να γίνουν λιγότερο ελκυστικές και να εξασθενήσει η επενδυτική ζήτηση. Τα αμοιβαία κεφάλαια μπορεί να εγκαταλείψουν την αγορά για να αποφύγουν τη δημιουργία αποθέματος ασφαλείας, μειώνοντας έτσι το μέγεθος του κλάδου και τη διαθεσιμότητα σημαντικής πηγής βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης για τα ΝΧΙ.

Τέλος, καθώς τα αποθέματα ασφαλείας θα παρέχονταν από τους μεριδιούχους του αμοιβαίου κεφαλαίου, οι διαχειριστές/ανάδοχοι δεν θα είχαν οικονομική συμμετοχή σε αυτά, μειώνοντας έτσι πιθανώς το κίνητρό τους για συνετή διαχείριση κινδύνου.

#### ii) Κεφαλαιακές απαιτήσεις για τον ανάδοχο/ρητή εγγύηση του αναδόχου

Σύμφωνα με τη δεύτερη εναλλακτική επιλογή, οι διαχειριστές/ανάδοχοι των ΑΚΧΑ θα πρέπει να δεσμεύονται ρητά όσον αφορά τη χρηματοοικονομική υποστήριξη η οποία συχνά υπονοείται. Μια τέτοια δέσμευση θα καθιστούσε υποχρεωτική την υποστήριξη (που σήμερα υπόκειται στη διακριτική ευχέρεια των αναδόχων), στην οποία τα ΑΚΧΑ έχουν προσφύγει συχνά στο παρελθόν, και θα ανάγκαζε τους αναδόχους/διαχειριστές να εσωτερικοποιήσουν το συναφές κόστος. Επίσης, η ρητή αυτή δέσμευση είναι λογική καθώς, όπως αναλύεται στην ενότητα II.2, το γεγονός ότι η υποστήριξη από ανάδοχο υπόκειται στη διακριτική του ευχέρεια αποτελεί πηγή συστημικού κινδύνου σε σχέση με τα ΑΚΧΑ.

Θα μπορούσε να ζητηθεί από τους διαχειριστές των ΑΚΧΑ, ή γενικότερα τους αναδόχους, να δημιουργήσουν και να χρηματοδοτούν έναν δεσμευμένο λογαριασμό που θα απορροφά τις ζημιές των ΑΚΧΑ. Το κεφάλαιο θα διακρατείται εκτός ΑΚΧΑ και θα αντιπροσωπεύει ίδια κεφάλαια του αναδόχου/εγγυητή και όχι υποχρέωση του ΑΚΧΑ. Η συνεισφορά των επενδυτών θα είναι έμμεση, π.χ. με αύξηση του κόστους/των προμηθειών, γεγονός που μπορεί να επιφέρει μείωση της επενδυτικής ζήτησης. Εναλλακτικά, ο διαχειριστής/ανάδοχος θα μπορούσε επίσης να παρέχει ρητή εγγύηση υπό την προϋπόθεση ότι είναι φορέας που υπάγεται σε κανονιστικές ρυθμίσεις και υπόκειται σε κεφαλαιακές απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας.

#### Μέγεθος

Ένα κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας ή μια κεφαλαιακή απαίτηση θα πρέπει να είναι αρκετά υψηλό/υψηλή για να προσφέρει ουσιαστική προστασία από ζημιές και, με τον τρόπο αυτό, να μειώσει αποτελεσματικά τον κίνδυνο μαζικής απόσυρσης των επενδυτών. Διαφορετικά, τα κίνητρα των μεριδιούχων για μαζική απόσυρση θα είναι τα ίδια είτε πρόκειται για ένα αμοιβαίο κεφάλαιο που, θεωρητικά, κινδυνεύει να καταγράψει ζημιές οι οποίες υπερβαίνουν το κεφαλαιακό του απόθεμα ασφαλείας ή για ένα αμοιβαίο κεφάλαιο για το οποίο επικρατεί αβεβαιότητα ως προς το κατά πόσον ο εγγυητής του είναι σε θέση να παρέχει υποστήριξη. Η κεφαλαιακή απαίτηση που αφορά την ρητά παρεχόμενη από αναδόχους εγγύηση, ιδίως στην περίπτωση που διατηρηθεί το μοντέλο σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, θα έπρεπε να είναι σύμφωνη με τις αντίστοιχες κανονιστικές κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις τράπεζες.

Για τον καθορισμό του μεγέθους του απαιτούμενου αποθέματος ασφαλείας, η **Squam Lake Group** (2011) προτείνει να εξεταστούν τα ποσά που έχουν συνεισφέρει οι ανάδοχοι στο παρελθόν για να αποτρέψουν τη διαμόρφωση της τιμής του μεριδίου των αμοιβαίων κεφαλαίων σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού υπό το άρτιο. Π.χ. ένα απόθεμα ασφαλείας ύψους τουλάχιστον 0,03 δολαρίων ΗΠΑ ανά μερίδιο θα ήταν αναγκαίο τις δύο ημέρες που ακολούθησαν μετά την πτώχευση της Lehman, όπου η ελάχιστη τιμή μεριδίου του Reserve Primary Fund ήταν 97 σεντς.

Το **Συμβούλιο Εποπτείας της Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας** (2012) προτείνει τη δημιουργία αποθέματος ασφαλείας προσαρμοσμένου στον βαθμό κινδύνου των περιουσιακών στοιχείων των αμοιβαίων κεφαλαίων. Πιο αναλυτικά συνιστά: i) όσον αφορά μετρητά, τίτλους του Δημοσίου και συμφωνίες επαναγοράς με την κάλυψη του Δημοσίου (συμφωνίες επαναγοράς που καλύπτονται από ασφάλεια μόνο σε μετρητά και τίτλους του Δημοσίου) να μην απαιτείται απόθεμα ασφαλείας· ii) όσον αφορά λοιπά ρευστά διαθέσιμα διάρκειας μίας ημέρας (ή μίας εβδομάδας στην περίπτωση αμοιβαίων κεφαλαίων που εξαιρούνται από τη φορολογία) να απαιτείται απόθεμα ασφαλείας ύψους 0,75 %· και iii) όσον αφορά όλα τα υπόλοιπα στοιχεία ενεργητικού να απαιτείται απόθεμα ασφαλείας ύψους 1,00 %. Το απόθεμα ασφαλείας καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού θα πρέπει να διακρατείται επιπλέον των περιουσιακών στοιχείων που απαιτούνται για τη σταθεροποίηση της τιμής του μεριδίου των αμοιβαίων κεφαλαίων σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού. Το Συμβούλιο Εποπτείας της Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας σημειώνει επίσης ότι, αν και κατά κανόνα τα ΑΚΧΑ επενδύουν σε τίτλους χαμηλότερου κινδύνου, η εμπειρία έχει δείξει ότι τα αμοιβαία κεφάλαια μπορούν να σημειώσουν ζημιές που υπερβαίνουν το όριο του 1 % που αναφέρεται παραπάνω. Έτσι, το εν λόγω Συμβούλιο παρέχει εναλλακτική επιλογή ορίζοντας ότι το απόθεμα ασφαλείας θα μπορεί να αγγίζει έως και το 3 % (και πάλι ανάλογα με τη σύνθεση των περιουσιακών στοιχείων). Επιπλέον, οι προτάσεις του Συμβουλίου περιλαμβάνουν επίσης την έννοια των «ελάχιστων διαθεσίμων για την απορρόφηση ζημιών/κινδύνων», που αντιπροσωπεύει ένα μέρος της λογιστικής αξίας που θα είναι διαθέσιμο για εξοφλήσεις με καθυστέρηση.

Ο **Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς** χρησιμοποιεί ως παράδειγμα το ελάχιστο όριο των 50 μονάδων βάσης για το απόθεμα ασφαλείας καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, το οποίο έχει σχεδιαστεί για την κάλυψη των διαφορών ανάμεσα στην αποτιμώμενη με βάση τις τιμές της αγοράς αξία και την ονομαστική αξία. Ωστόσο, ένα απόθεμα ασφαλείας τέτοιου μεγέθους δεν θα ήταν στην πραγματικότητα ισοδύναμο, σε λειτουργικό επίπεδο, με τις κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις τράπεζες όπως ορίζει το **Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας** (Νοέμβριος 2012). Σύμφωνα με το

**πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας (Βασιλεία III)**, οι τράπεζες πρέπει να διακρατούν επαρκή ίδια κεφάλαια για να ανταποκρίνονται σε δύο περιορισμούς: μια κεφαλαιακή απαίτηση που λαμβάνει υπόψη τους κινδύνους και μια απαίτηση μόχλευσης, σύμφωνα με την οποία τα ίδια κεφάλαια πρέπει να αναλογούν σε τουλάχιστον 3 % των περιουσιακών στοιχείων της τράπεζας (βλ. Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας της Βασιλείας 2010, παράγραφος 153). Επομένως, η ενοποίηση των περιουσιακών στοιχείων των ΑΚΧΑ στη λογιστική κατάσταση της εγγυήτριας τράπεζας υποδηλώνει κεφαλαιακή απαίτηση που αντιστοιχεί στο 3 % της καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού των ΑΚΧΑ. Έτσι, στο πλαίσιο των τραπεζικών κανονισμών προληπτικής εποπτείας, θα πρέπει να εξεταστεί, σε γενικές γραμμές, ο καθορισμός του κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας στο 3 %, ανεξάρτητα από το εάν η δέσμευση για κεφάλαια παρέχεται από τράπεζες ή, εφόσον επιτρέπεται, από τον διαχειριστή ή τρίτο μέρος. Θα πρέπει να σημειωθεί, ωστόσο, ότι ο δείκτης μόχλευσης 3 % που προτείνει η Επιτροπή της Βασιλείας θα τεθεί υπό παράλληλη αξιολόγηση από τον Ιανουάριο 2013 έως τον Ιανουάριο 2017 και μπορεί να χρειαστεί περαιτέρω προσαρμογές.

#### **Κίνδυνοι**

Υπάρχουν διάφοροι κίνδυνοι που συνδέονται με την εναλλακτική επιλογή της επιβολής κεφαλαιακών απαιτήσεων. Πρώτον, η απαίτηση θα μπορούσε να έχει **σημαντικές κεφαλαιακές συνέπειες** για τους διαχειριστές/αναδόχους. Με σημείο αναφοράς το πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας Βασιλεία III, θα μπορούσε να απαιτηθεί τουλάχιστον το 3 % της καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού των ΑΚΧΑ, όπως αναφέρεται παραπάνω. Σύμφωνα με εκτιμήσεις μελών του ΕΣΣΚ, όσον αφορά ορισμένες ευρωπαϊκές τράπεζες, η παροχή κεφαλαιακού αποθέματος ασφαλείας ύψους 3 % για όλα τα περιουσιακά στοιχεία των ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, η διαχείριση των οποίων γίνεται εντός του τραπεζικού ομίλου, μπορεί να κοστίσει όσο μισή εκατοστιαία μονάδα των κοινών ιδίων κεφαλαίων τους (με βάση την υπόθεση ότι το εν λόγω κεφαλαιακό απόθεμα ασφαλείας θα ήταν ένα λογιστικό στοιχείο του ενεργητικού για την τράπεζα-ανάδοχο και θα εξέπιπτε πλήρως από το δικό της κεφάλαιο).

Επιπροσθέτως, η απαίτηση ρητής δέσμευσης θα μπορούσε να **ενισχύσει τη διασύνδεση** του χρηματοπιστωτικού συστήματος (ιδίως με το τραπεζικό σύστημα), κυρίως εάν πιο σημαντικό σε συστημικό επίπεδο ανάδοχοι είναι σε καλύτερη θέση να χρηματοδοτήσουν το κεφάλαιο. Από την άλλη, προβάλλεται ως αντεπιχείρημα ότι, αντί να ενισχυθεί η διασύνδεση, οι κεφαλαιακές απαιτήσεις μόνο θα καταστύσαν διαφανείς τις συνδέσεις που υπάρχουν ήδη ως αποτέλεσμα σχέσεων σιωπηρής υποστήριξης. Αυτό θα βοηθούσε τους επενδυτές τόσο στις τράπεζες όσο και στα ΑΚΧΑ να κατανοήσουν καλύτερα τους κινδύνους που αναλαμβάνουν. Ωστόσο, ο κλάδος των ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού στην Ευρώπη παρουσιάζει ήδη μεγάλη **συγκέντρωση** (βλ. ενότητα III.4). Η εφαρμογή των κεφαλαιακών απαιτήσεων στα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού ή στους αναδόχους τους πιθανώς να οδηγήσει σε ενοποίηση του κλάδου, επιφέροντας μεγαλύτερη συγκέντρωση κινδύνου.

Άλλη πιθανή συνέπεια είναι η **μείωση της επενδυτικής ζήτησης**, καθώς ενδέχεται οι επενδυτές να συμβάλουν στα κεφαλαιακά αποθέματα ασφαλείας/στις κεφαλαιακές απαιτήσεις, τουλάχιστον έμμεσα μέσω της αύξησης του κόστους/των προμηθειών. Όσον αφορά τον πιθανό αντίκτυπο για την τραπεζική χρηματοδότηση, θα πρέπει να υπενθυμιστεί ότι τα ευρωπαϊκά ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού παρέχουν χρηματοδότηση ύψους περίπου 146 δισεκ. ευρώ στα ευρωπαϊκά NXI.

Παρόλο που, για λόγους σταθερότητας και διαφάνειας, οι ρητές δεσμεύσεις πρέπει να προτιμώνται έναντι των σιωπηρών, η μετατροπή από αμοιβαία κεφάλαια σταθερής σε αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού φαίνεται να αποτελεί την πρώτη καλύτερη επιλογή σε σχέση με τις ρητές κεφαλαιακές απαιτήσεις. Τα κεφαλαιακά αποθέματα ασφαλείας δεν είναι σύμφωνα με το θεμελιώδες χαρακτηριστικό ενός επενδυτικού κεφαλαίου όπου οι επενδυτές αναλαμβάνουν τον επενδυτικό κίνδυνο· επιπλέον, ενδέχεται να **αλλοιώσουν περαιτέρω τη διάκριση μεταξύ επενδυτικών κεφαλαίων και τραπεζών**.

#### **IV.3. Σύσταση Β – Απαιτήσεις ρευστότητας**

**Συνιστάται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή να διασφαλίσει ότι η σχετική νομοθεσία της ΕΕ:**

1. **συμπληρώνει τις υπάρχουσες απαιτήσεις ρευστότητας για τα ΑΚΧΑ με την επιβολή διακράτησης από τα ΑΚΧΑ σαφώς καθορισμένων ελάχιστων ρευστών διαθεσίμων διάρκειας μίας ημέρας και μίας εβδομάδας·**
2. **ενισχύει την αρμοδιότητα των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων όσον αφορά την παρακολούθηση του κινδύνου ρευστότητας·**
3. **εγγυάται ότι οι εθνικές εποπτικές αρχές και οι διαχειριστές των αμοιβαίων κεφαλαίων έχουν προβλέψει αποτελεσματικά εργαλεία, π.χ. προσωρινή αναστολή των εξοφλήσεων, ώστε να αντιμετωπιστούν τα προβλήματα ρευστότητας σε περιόδους εντάσεων που οφείλονται σε εξελίξεις τόσο σε επίπεδο αμοιβαίου κεφαλαίου όσο και σε επίπεδο αγοράς συνολικά.**

##### **IV.3.1. Οικονομικό σκεπτικό**

###### **α) Βελτίωση της ευρωστίας των ΑΚΧΑ**

Η σύσταση Β είναι σύμφωνη με τις συστάσεις του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς σχετικά με τη διαχείριση ρευστότητας. Ειδικότερα, η σύσταση 7 αναφέρει ότι «τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς πρέπει να διακρατούν ένα ελάχιστο ποσό ρευστών διαθεσίμων προκειμένου να ενισχύεται η ικανότητά τους να χειρίζονται εξοφλήσεις και να αποτρέπουν πωλήσεις σε πολύ χαμηλές τιμές.»

Εντός της ΕΕ, όπως εξηγείται παραπάνω (ενότητα I.2), το ευρωπαϊκό νομικό πλαίσιο για τη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας είναι ήδη ισχυρό. Μεταξύ άλλων διατάξεων, μια γενική αρχή που ορίζεται στο άρθρο 1 της οδηγίας για τους ΟΣΕΚΑ προβλέπει ότι ένας ΟΣΕΚΑ εξοφλεί μερίδια, ύστερα από αίτηση των μεριδιούχων. Στην περίπτωση των ΑΚΧΑ, οι κατευθυντήριες γραμμές της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών/Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών αναφέρουν ότι τα ΑΚΧΑ θα πρέπει να παρέχουν ημερήσια ρευστότητα στους επενδυτές και ότι πρέπει να διαχειρίζονται τη ρευστότητά τους σύμφωνα με την αρχή αυτή. Οι εν λόγω κατευθυντήριες γραμμές για τα ΑΚΧΑ θέτουν επίσης τα όρια σε ό,τι αφορά τον σταθμικό μέσο όρο της εναπομένουσας διάρκειας και τον σταθμικό μέσο όρο της διάρκειας ζωής, που περιορίζουν τη διαχείριση ρευστότητας και αναγκάζουν τους διαχειριστές να διακρατούν ρευστά διαθέσιμα.

Ωστόσο, σε αντίθεση με τους υφιστάμενους κανονισμούς, ιδίως στις ΗΠΑ, οι κανονισμοί της ΕΕ δεν ορίζουν σαφή ποσοστά όσον αφορά τα ελάχιστα ρευστά διαθέσιμα που πρέπει να διακρατούν τα ΑΚΧΑ. Από αυτή την άποψη, πρέπει να σημειωθεί ότι το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο (2012) κάλεσε την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να διερευνήσει την ιδέα θέσπισης ειδικών απαιτήσεων ρευστότητας για τα ΑΚΧΑ θέτοντας ελάχιστες απαιτήσεις όσον αφορά τη ρευστότητα διάρκειας μίας ημέρας, μίας εβδομάδας και ενός μήνα <sup>(1)</sup>.

Με τα ρευστά διαθέσιμα τα ΑΚΧΑ εξοφλούν τους μεριδιούχους και αποτρέπουν τυχόν ζημιές από την εκποίηση στοιχείων ενεργητικού σε πολύ χαμηλές τιμές, αποφεύγοντας έτσι τη μετάδοση αρνητικών επιδράσεων σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια τα οποία διακρατούν παρόμοιους τίτλους. Κατά συνέπεια, συνιστάται να συμπεριληφθούν στο κανονιστικό πλαίσιο της ΕΕ σαφή ελάχιστα ρευστά διαθέσιμα διάρκειας μίας ημέρας και μίας εβδομάδας. Τα βασικά οφέλη μιας τέτοιας ενέργειας είναι τα ακόλουθα:

- α) θα αντανακλά τον σημαντικό βαθμό στον οποίο τα ρευστά διαθέσιμα επιτρέπουν στα ΑΚΧΑ να **ικανοποιούν πιθανά αιτήματα υψηλόποσων εξοφλήσεων** από επενδυτές και να αντιμετωπίζουν διαστήματα μεταβλητότητας της αγοράς: αυτά τα οφέλη αποτυπώνονται στην εμπειρία από το καλοκαίρι του 2011 όπου τα ΑΚΧΑ των ΗΠΑ μπόρεσαν να χειριστούν σημαντικές εξοφλήσεις <sup>(2)</sup>.
- β) θα παρέχει **εναρμονισμένη βάση για τις πρακτικές ρευστότητας** των ΑΚΧΑ σε ευρωπαϊκό επίπεδο και θα συμβάλει στην εμπιστοσύνη των επενδυτών: ο Κώδικας Ορθής Πρακτικής της Ένωσης Θεσμικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων της Χρηματαγοράς, όπως και οι μεθοδολογίες των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, ορίζουν επί του παρόντος διαφορετικά ελάχιστα όρια και απαιτήσεις σχετικά με τη διαχείριση ρευστότητας (βλ. **Πλαίσιο 1** παρακάτω): αντιθέτως, όπως αναφέρεται ανωτέρω, οι κανονιστικές ρυθμίσεις των ΗΠΑ ορίζουν ειδικά ελάχιστα όρια για τα ρευστά διαθέσιμα διάρκειας μίας ημέρας και μίας εβδομάδας.
- γ) θα διασφαλίζει ότι τα ΑΚΧΑ **εξακολουθούν να υιοθετούν συνετή προσέγγιση όσον αφορά τη διαχείριση ρευστότητας σε βάθος χρόνου**: η ρευστότητα των ΑΚΧΑ έχει αυξηθεί μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 και την ολόένα και μεγαλύτερη αποστροφή ανάληψης κινδύνου στο πλαίσιο της κρίσης δημόσιου χρέους της ΕΕ και της υψηλής μεταβλητότητας της αγοράς. Όταν σταθεροποιηθούν οι συνθήκες της αγοράς, υπάρχει κίνδυνος τα ΑΚΧΑ να μειώσουν πάλι την ποσότητα ρευστών διαθεσίμων που περιλαμβάνουν τα χαρτοφυλάκιά τους και να στραφούν προς μέσα υψηλότερης απόδοσης και μεγαλύτερης διάρκειας, θέτοντας πιθανώς σε κίνδυνο τη θέση ρευστότητάς τους.
- δ) η εισαγωγή σαφώς καθορισμένων ποσοστών θα πρέπει να εξεταστεί στο πλαίσιο της συνετής διαχείρισης κινδύνου ρευστότητας (όπως ορίζεται για παράδειγμα στο άρθρο 51 της οδηγίας για τους ΟΣΕΚΑ), καθώς η εταιρεία διαχείρισης διατηρεί την απόλυτη ευθύνη για τη διαχείριση της ρευστότητάς της.

### Πλαίσιο 1

#### Διαφορετικές προσεγγίσεις για τα ρευστά αποθέματα ασφαλείας

**Ένωση Θεσμικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων της Χρηματαγοράς:** Ένα αμοιβαίο κεφάλαιο μέλος της εν λόγω Ένωσης πρέπει να διατηρεί τουλάχιστον 10 % των καθαρών στοιχείων ενεργητικού σε τοποθετήσεις που λήγουν την επόμενη εργάσιμη ημέρα και τουλάχιστον 20 % των καθαρών στοιχείων ενεργητικού σε τοποθετήσεις που λήγουν σε πέντε εργάσιμες ημέρες. Για τους σκοπούς αυτούς, τα μέλη μπορούν να προσδιορίζουν τον τρόπο χειρισμού των κρατικών ομολόγων λαμβάνοντας υπόψη τη ρευστότητα κάθε τοποθέτησης και όχι τη λήξη της.

**Fitch:** Η ημερήσια ρευστότητα ορίζεται ως: μετρητά, διακρατούμενα από τον θεματοφύλακα, με ελάχιστη πιστοληπτική διαβάθμιση «Α» και/ή «F1» ή αντίστοιχη συμφωνίες επαναγοράς διάρκειας μίας ημέρας· μερίδια των ΑΚΧΑ που έχουν λάβει από τη Fitch πιστοληπτική διαβάθμιση «AAAmmf» ή αντίστοιχη· τίτλοι που λήγουν εντός μίας εργάσιμης ημέρας ή τίτλοι που δίνουν στον κάτοχο δυνατότητα εξόφλησης από πάροχο με κατάλληλη πιστοληπτική διαβάθμιση εντός μίας εργάσιμης ημέρας· και άμεσες ομολογίες εκδοθείσες από κράτη με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα που ωφελούνται από την υψηλή ρευστότητα της αγοράς, εφόσον οι εν λόγω ομολογίες εκδίδονται στο νόμισμα βάσης του χαρτοφυλακίου με εναπομένουσα διάρκεια έως 397 ημέρες. Η εβδομαδιαία ρευστότητα περιλαμβάνει, εκτός των παραπάνω, τίτλους που λήγουν εντός πέντε εργάσιμων ημερών ή τίτλους που δίνουν στον κάτοχο δυνατότητα εξόφλησης από πάροχο με κατάλληλη πιστοληπτική διαβάθμιση εντός πέντε εργάσιμων ημερών και τίτλους με εναπομένουσα διάρκεια έως 95 ημέρες εκδοθέντες από υπερεθνικούς ή κρατικούς φορείς με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα που ωφελούνται από την υψηλή ρευστότητα της αγοράς.

**Moody's:** Η αξιολόγηση της Moody's όσον αφορά τη ρευστότητα συνυπολογίζει τόσο τη διάρθρωση της ληκτότητας όσο και την ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων, καθώς και την έκθεση στον κίνδυνο υψηλόποσων απρόβλεπτων εξοφλήσεων. Η Moody's αξιολογεί τον βαθμό επένδυσης ενός αμοιβαίου κεφαλαίου σε ρευστοποιήσιμους τίτλους, κυρίως κρατικούς τίτλους με πιστοληπτική διαβάθμιση Aaa και τη διάρκειά τους, καθώς και άλλα ρευστά διαθέσιμα, όπως τίτλοι διάρκειας έως επτά ημερών.

**Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ:** Τα ΑΚΧΑ των ΗΠΑ υποχρεούνται να διακρατούν τουλάχιστον 10 % των στοιχείων του ενεργητικού τους σε ρευστά διαθέσιμα διάρκειας μίας ημέρας και 30 % σε περιουσιακά στοιχεία που λήγουν εντός μίας

<sup>(1)</sup> Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο (2012) κάλεσε την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να χρεώσει προμήθειες ρευστότητας εφόσον συντρέχει λόγος, γεγονός το οποίο οδηγεί επίσης στην υποχρέωση άμεσης παροχής πληροφοριών προς την αρμόδια εποπτική αρχή και την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών.

<sup>(2)</sup> Σύμφωνα με το Συμβούλιο Εποπτείας της Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας των ΗΠΑ (2012), την περίοδο 8 Ιουνίου - 3 Αυγούστου 2011 τα θεσμικά αμοιβαία κεφάλαια υψηλής φερεγγυότητας κατέγραψαν καθαρές εκροές ύψους 179 δισεκ. (16 % των στοιχείων του ενεργητικού τους).

εβδομάδας. Τα ρευστά διαθέσιμα διάρκειας μίας ημέρας ορίζονται ως μετρητά, τίτλοι του Αμερικανικού Δημοσίου και τίτλοι μετατρέψιμοι σε μετρητά εντός μίας εργάσιμης ημέρας. Τα ρευστά διαθέσιμα διάρκειας μίας εβδομάδας είναι μετρητά, τίτλοι του Αμερικανικού Δημοσίου, γραμμάτια εκδιδόμενα υπό το άρτιο από οργανισμούς που έχουν την υποστήριξη του Αμερικανικού Δημοσίου (agency discount notes) με εναπομένουσα διάρκεια έως 60 ημέρες και τίτλοι μετατρέψιμοι σε μετρητά (είτε λόγω προθεσμίας είτε λόγω δικαιώματος πώλησης) εντός πέντε εργάσιμων ημερών.

*Σημείωση:* Οι παραπάνω προσεγγίσεις αποτελούν αποσπάσματα. Για περισσότερες πληροφορίες μπορείτε να ανατρέξετε στο κανονιστικό πλαίσιο και στις μεθοδολογίες εν ισχύ.

Για τον προσδιορισμό του μεγέθους και της σύνθεσης των αποθεμάτων ασφαλείας σε ρευστά διαθέσιμα, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη τα ακόλουθα στοιχεία.

- α) Υπάρχει **σχέση αντιστάθμισης** ανάμεσα στο μέγεθος των επιβαλλόμενων αποθεμάτων ασφαλείας και το είδος των θεωρούμενων ως αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων, όπως διαφαίνεται στις διάφορες μεθοδολογίες που εφαρμόζονται σήμερα στην Ευρώπη και τα διάφορα στοιχεία που υποβάλλουν τα ΑΚΧΑ όσον αφορά τα ρευστά διαθέσιμα που διακρατούν. Πράγματι, όσο υψηλότερη είναι η απαίτηση για τα αποθέματα ασφαλείας τόσο δυσκολότερα θα μπορέσει να ικανοποιηθεί με περιουσιακά στοιχεία υψηλής ποιότητας.
- β) Θα πρέπει να οριστούν **ρευστά διαθέσιμα διάρκειας τόσο μίας ημέρας όσο και μίας εβδομάδας**. Τα ημερήσια ρευστά διαθέσιμα είναι σημαντικά καθώς αιτήματα εξόφλησης μπορούν να υποβληθούν σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα <sup>(1)</sup>. Με τα εβδομαδιαία ρευστά διαθέσιμα ενισχύεται η ευρωστία των ΑΚΧΑ και η ικανότητά τους να διαχειρίζονται υψηλόποσες εξόφλησεις, ενώ επεκτείνεται το πεδίο εφαρμογής των αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων.
- γ) Προκειμένου να περιοριστεί η εξάρτηση των αμοιβαίων κεφαλαίων από τη ρευστότητα της δευτερογενούς αγοράς, στον ορισμό των ρευστών διαθέσιμων (εκτός μετρητών) θα πρέπει να λαμβάνεται πρωτίστως υπόψη η **εναπομένουσα διάρκεια**. Επομένως, τα μέσα που ορίζονται ως ρευστά διαθέσιμα διάρκειας μίας ημέρας και μίας εβδομάδας θα πρέπει να έχουν εναπομένουσα διάρκεια μίας και πέντε εργάσιμων ημερών αντίστοιχα. Το πλεονέκτημα αυτής της προσέγγισης που βασίζεται στην εναπομένουσα διάρκεια είναι ότι αποφεύγεται η διατύπωση υποθέσεων σχετικά με την αγοραία ρευστότητα ορισμένων μέσων, καθώς τα ρευστά διαθέσιμα μπορούν να μετατρέπονται σε μη ρευστά σε περίπτωση εντάσεων στις αγορές. Ο ορισμός αυτός διαφέρει από τον ορισμό των ΗΠΑ ο οποίος περιλαμβάνει τίτλους του Δημοσίου και τίτλους εκδιδόμενους από οργανισμούς που έχουν την υποστήριξη του Αμερικανικού Δημοσίου (agency securities), αντανάκλωντας τις ιδιαιτερότητες της αμερικανικής αγοράς και το μέγεθος της αγοράς κρατικών χρεογράφων των ΗΠΑ.
- δ) Κατά τον ορισμό των αποθεμάτων ασφαλείας, θα πρέπει να εξετάζονται οι κίνδυνοι που συνδέονται με **ενδεχόμενες προαιρετικές διάρκειες περιουσιακών στοιχείων**. Αυτές μπορούν να στηρίζονται σε διαφορετικές παραμέτρους, συμπεριλαμβανομένων τεχνικών που εμπεριέχουν την έκθεση των αντισυμβαλλομένων σε κινδύνους, όπως το δικαίωμα πώλησης (π.χ. ομόλογα με δικαίωμα πώλησης), το δικαίωμα ακύρωσης (ακυρωτέα δικαιώματα προαίρεσης), το δικαίωμα εξαγοράς (π.χ. τεχνικές συμφωνιών επαναγοράς με δυνατότητα νέας (εξ)αγοράς). Τέτοιου είδους χαρακτηριστικά μπορούν να δημιουργήσουν φαινόμενα μετάδοσης αρνητικών επιδράσεων και να εξασθενήσουν τη συνολική θέση ρευστότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων, ιδίως σε περίπτωση εντάσεων στις αγορές.
- ε) **Άλλες επιδράσεις διασύνδεσης**, ιδίως στον τραπεζικό τομέα, οι οποίες μπορεί να επηρεάσουν τη διαθεσιμότητα των αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων για τα ρευστά αποθέματα ασφαλείας, πρέπει επίσης να ληφθούν υπόψη.

#### β) Ενίσχυση της διαχείρισης κινδύνου ρευστότητας

Τα όρια που θα οριστούν θα πρέπει να θεωρηθούν ως ελάχιστα. Αντιστοίχως, οι διαχειριστές θα πρέπει να προσαρμόσουν τα ρευστά διαθέσιμα που διακρατούν ανάλογα με το προφίλ κινδύνου και την επενδυτική βάση τους (είδος επενδυτών, μορφές εξόφλησης, συγκέντρωση της επενδυτικής βάσης κ.λπ.) καθώς και με τις συνθήκες της αγοράς.

Στο πλαίσιο μιας λογικής προσέγγισης, στηριζόμενης σε «ορθές πρακτικές», όσον αφορά τη διαχείριση ρευστότητας, οι διαχειριστές θα πρέπει να διενεργούν τακτικά ασκήσεις προσομοίωσης καταστάσεων κρίσης (stress testing), βασιζόμενες σε πολλαπλά δυσμενή σενάρια (τόσο σε επίπεδο αμοιβαίου κεφαλαίου όσο και σε επίπεδο αγοράς συνολικά) που να επηρεάζουν το προφίλ ρευστότητάς τους. Η προσέγγιση αυτή συνάδει με την 8η σύσταση του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς. Τα ΑΚΧΑ θα πρέπει επίσης να έχουν θέσει σε εφαρμογή σχέδια έκτακτης ανάγκης για να είναι σε θέση να αντιμετωπίσουν τέτοιες περιόδους εντάσεων.

Όπως αναφέρεται στην 6η σύσταση του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς, ένας σημαντικός τομέας που πρέπει να ληφθεί υπόψη αφορά τους μεριδιούχους των αμοιβαίων κεφαλαίων. Πρόκειται για έναν τομέα με ιδιαίτερη σημασία στο πλαίσιο της ΕΕ όπου οι θεσμικοί επενδυτές, οι οποίοι κατά γενικό κανόνα θα ήταν πιθανότερο να αποσυρθούν μαζί, αντιπροσωπεύουν το μεγαλύτερο μέρος της επενδυτικής βάσης. Όπως αναφέρεται λεπτομερώς ανωτέρω (βλ. ενότητα III.3), από την έρευνα του ΕΣΣΚ διαφαίνεται μια σχετική αβεβαιότητα όσον αφορά την επενδυτική βάση των αμοιβαίων κεφαλαίων. Επιπλέον, διάφορα αποσπασματικά στοιχεία έχουν την τάση να υποδεικνύουν τον ολοένα και αυξανόμενο ρόλο που διαδραματίζουν οι πλατφόρμες στην Ευρώπη, γεγονός που καθιστά δυσκολότερο για τους διαχειριστές να γνωρίζουν «την ταυτότητα των μεριδιούχων τους». Θα πρέπει να αξιολογηθούν οι συνέπειες αυτής της τάσης. Επιπλέον, θα μπορούσε να ζητηθεί από τα ΑΚΧΑ να λαμβάνουν πληροφορίες σχετικά με τους δικαιούχους τους, όπως προβλέπεται στις προτεινόμενες συστάσεις του Συμβουλίου Εποπτείας της Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας των ΗΠΑ σχετικά με τα αμερικανικά ΑΚΧΑ <sup>(2)</sup>.

<sup>(1)</sup> Στην περίπτωση του Reserve Primary Fund, οι επενδυτές προσπάθησαν να εξαργυρώσουν περίπου 40 δισεκ. δολάρια σε δύο ημέρες, ενώ σε μία εβδομάδα αποσύρθηκε το 15 % συνολικά των περιουσιακών στοιχείων των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλής φερεγγυότητας.

<sup>(2)</sup> Οι προτεινόμενες συστάσεις που δημοσιεύθηκαν τον Νοέμβριο 2012 εξετάζουν την εφαρμογή πρόσθετων απαιτήσεων για να καθιστάται γνωστή η «ταυτότητα του επενδυτή».



#### γ) Διαχείριση ρευστότητας σε περίοδο εντάσεων

Ακόμη κι αν οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων υιοθετούν συνετή προσέγγιση όσον αφορά τη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας, υπάρχουν πιθανώς περιπτώσεις όπου τα ΑΚΧΑ πρέπει να αντιμετωπίσουν συνθήκες εξαιρετικής έντασης στην αγορά και/ή απαιτήσεις υψηλόποσων εξοφλήσεων που οφείλονται σε εξελίξεις τόσο σε επίπεδο αμοιβαίων κεφαλαίων όσο και σε επίπεδο αγοράς συνολικά. Αντιστοίχως, η 9η σύσταση του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς αναφέρει ότι «τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς θα πρέπει να έχουν θέσει σε εφαρμογή εργαλεία για την αντιμετώπιση εξαιρετικών συνθηκών της αγοράς και σημαντικών πιέσεων για εξοφλήσεις.» Τέτοιου είδους εργαλεία μπορεί να αμβλύνουν τις πιέσεις για εξοφλήσεις κι έτσι να αποφευχθεί μαζική απόσυρση ή άλλη αγελαία συμπεριφορά των επενδυτών συγκεκριμένου αμοιβαίου κεφαλαίου ή ομάδας αμοιβαίων κεφαλαίων. Ο Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς σημειώνει επίσης ότι «προκειμένου να αποφευχθούν φαινόμενα μετάδοσης αρνητικών επιδράσεων, μπορεί επίσης να εξεταστεί το ενδεχόμενο να δοθεί στις ρυθμιστικές αρχές η αρμοδιότητα να απαιτούν τη χρήση τέτοιου είδους εργαλείων όταν οι εξαιρετικές συνθήκες τις οποίες αντιμετωπίζει ένα ή περισσότερα ΑΚΧΑ μπορεί να έχουν επιπτώσεις για το ευρύτερο χρηματοπιστωτικό σύστημα.»

Στο κανονιστικό πλαίσιο της ΕΕ, τόσο η οδηγία για τους ΟΣΕΚΑ όσο και η οδηγία για τους ΔΟΕΕ (διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων) περιλαμβάνουν διατάξεις σχετικά με την προσωρινή αναστολή.

- Το άρθρο 45 παράγραφος 2 της **οδηγίας για τους ΟΣΕΚΑ** αναφέρει ότι τα κράτη μέλη μπορούν να επιτρέπουν στις αρμόδιες αρχές να ζητούν ή να επιτρέπουν την προσωρινή αναστολή της εγγραφής, της εξαγοράς ή της εξόφλησης των μεριδίων, υπό την προϋπόθεση ότι η εν λόγω αναστολή είναι δικαιολογημένη για την προστασία των μεριδιούχων ή του κοινού. Σύμφωνα με το άρθρο 84 παράγραφος 2, ένα αμοιβαίο κεφάλαιο μπορεί να αναστέλλει προσωρινά την εξαγορά ή την εξόφληση των μεριδίων του σε εξαιρετικές περιπτώσεις, όταν το επιβάλλουν οι περιστάσεις, καθώς και όταν η αναστολή επιβάλλεται προς το συμφέρον των μεριδιούχων.
- Το άρθρο 46 παράγραφος 2 της **οδηγίας για τους ΔΟΕΕ** (διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων) αναφέρει ότι οι αρμόδιες αρχές έχουν την εξουσία να «απατούν την αναστολή της έκδοσης, της εξαγοράς ή της εξόφλησης των μεριδίων, προς το συμφέρον των μεριδιούχων ή του κοινού». Ωστόσο, δεν υπάρχει συγκεκριμένη διάταξη σε επίπεδο αμοιβαίου κεφαλαίου. Το άρθρο 23 παράγραφος 1 στοιχείο η) ορίζει περαιτέρω τη δημοσιοποίηση της διαχείρισης κινδύνων ρευστότητας του οργανισμού εναλλακτικών επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένων των δικαιωμάτων εξαγοράς τόσο σε κανονικές όσο και σε έκτακτες περιστάσεις.

Το πλαίσιο αυτό διαφέρει από το υφιστάμενο πλαίσιο στις ΗΠΑ, όπου το αμοιβαίο κεφάλαιο πρέπει να εκκαθαρίζεται μετά από μια αναστολή<sup>(1)</sup>. Μια προσωρινή αναστολή είναι πιθανώς η πλέον κατάλληλη απάντηση σε έκτακτες περιστάσεις όπου τα αμοιβαία κεφάλαια πρέπει να αντεπεξέλθουν σε σημαντικές πιέσεις για εξοφλήσεις. Το πλαίσιο της ΕΕ θα πρέπει επομένως να τροποποιηθεί προκειμένου να δοθεί η δυνατότητα προσωρινής αναστολής αιτημάτων εξόφλησης σε όλα τα αμοιβαία κεφάλαια (ΟΣΕΚΑ και μη), όπως προβλέπεται σήμερα στην οδηγία για τους ΟΣΕΚΑ<sup>(2)</sup>. Όπως ορίζεται ήδη στη νομοθεσία της ΕΕ τόσο για τους ΟΣΕΚΑ όσο και για τα λοιπά αμοιβαία κεφάλαια, η προσωρινή αναστολή εξόφλησης μπορεί επίσης να ζητηθεί από τις αρμόδιες αρχές προς όφελος των μεριδιούχων ή του κοινού, γεγονός που συνάδει με τις συστάσεις του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς.

Πλέον των προσωρινών αναστολών, θα μπορούσε να εξεταστεί το ενδεχόμενο εισαγωγής πρόσθετων εργαλείων διαχείρισης έκτακτης ρευστότητας για τα ΑΚΧΑ. Οι συνθήκες υπό τις οποίες αυτά τα εργαλεία μπορούν να χρησιμοποιηθούν θα πρέπει να οριστούν με σαφήνεια, ενώ θα πρέπει να αξιολογηθούν τα οφέλη τους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Ειδικότερα, όπως προβλέπεται από τις συστάσεις του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς, μπορούν να αξιολογηθούν περαιτέρω τα πλεονεκτήματα από τη θέσπιση περιορισμών (δηλ. όταν τα αμοιβαία κεφάλαια περιορίζουν τα ποσά εξόφλησης σε συγκεκριμένο ποσοστό ανά ημέρα εξόφλησης).

Σύμφωνα με τις συστάσεις του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς, θα πρέπει να προβλέπεται η κατάλληλη δημοσιοποίηση πληροφοριών στους επενδυτές σχετικά με τις εφαρμοζόμενες διαδικασίες σε περίοδο εντάσεων. Ειδικότερα, τα αμοιβαία κεφάλαια πρέπει να διασφαλίζουν ότι οι επενδυτές τους είναι ενήμεροι για τις περιστάσεις υπό τις οποίες αυτές οι διαδικασίες (αναστολές ή άλλες) μπορούν να λάβουν χώρα. Ωστόσο, δεν θα πρέπει να δημοσιοποιούνται λεπτομέρειες αναφορικά με την εφαρμογή και τις σχετικές συνθήκες, προκειμένου να αποτραπεί το πλεονέκτημα της πρώτης κίνησης και η πιθανότητα προληπτικών αποσύρσεων των επενδυτών. Η δημοσιοποίηση των εφαρμοζόμενων διαδικασιών σε περιόδους εντάσεων εξετάζεται στη σύσταση Γ, παράγραφος 3 παρακάτω.

#### IV.3.2. Αξιολόγηση

Σε ό,τι αφορά τη θέσπιση συγκεκριμένων απαιτήσεων σχετικά με τα ρευστά διαθέσιμα, από τη διαβούλευση που διεξήγαγε ο Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς την άνοιξη του 2012 διαφάνηκε ότι οι συμμετέχοντες υποστηρίζουν συνολικά την εισαγωγή ρευστών αποθεμάτων ασφαλείας για τα ΑΚΧΑ. Συγκεκριμένα, οι συμμετέχοντες υπογράμμισαν τα οφέλη των νέων διατάξεων του κανόνα 2a-7 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ περί ενίσχυσης της ευρωστίας των αμοιβαίων κεφαλαίων. Στο πλαίσιο της ΕΕ, οι συμμετέχοντες της ΕΕ σημείωσαν την απουσία εναρμονισμένου πλαισίου για τη διαχείριση της ρευστότητας στην Ευρώπη, σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, και γενικά στήριξαν την πρωτοβουλία των ρυθμιστικών αρχών.

Προκειμένου να αξιολογηθούν οι επιδράσεις που μπορεί να έχει η θέσπιση νέων ποσοτικών απαιτήσεων στη διαχείριση ρευστότητας, πρέπει να ληφθεί υπόψη η σημερινή σύνθεση των χαρτοφυλακίων των αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς λόγω των αποθεμάτων ασφαλείας ενδέχεται να τηρείται ολόενα και περισσότερο μεροληπτική στάση προς την πλέον βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση και να αναγκαστούν οι διαχειριστές να τροποποιήσουν την κατανομή των επενδυτικών τους κεφαλαίων. Σύμφωνα με την έρευνα του ΕΣΣΚ, σημαντικό μέρος των χαρτοφυλακίων των ΑΚΧΑ της ΕΕ αποτελείται από περιουσιακά στοιχεία που λήγουν σε μία ημέρα και σε μία εβδομάδα, όπως παρουσιάζεται λεπτομερώς στον πίνακα 6 στην ενότητα III.2 και στο σχήμα 6. Όσον αφορά τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, το μερίδιο αυτών των ρευστών διαθεσίμων είναι υψηλότερο (26 % και 11 % αντίστοιχα των στοιχείων του ενεργητικού τους τον Ιούνιο 2012), όπως άλλωστε και το

(1) Σύμφωνα με τον νέο κανόνα 22e-3 που υιοθέτησε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ το 2010, το διοικητικό συμβούλιο ενός ΑΚΧΑ, αφού προβεί σε σχετική ενημέρωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, μπορεί να αναστείλει τις εξοφλήσεις και να εκκαθαρίσει το αμοιβαίο κεφάλαιο εάν η τιμή του μεριδίου διαμορφωθεί ή κινδυνεύσει να διαμορφωθεί υπό το άρτιο.

(2) Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2012), ενότητα 5, η οποία πραγματεύεται τα εργαλεία διαχείρισης έκτακτης ρευστότητας.



ποσοστό των στοιχείων του ενεργητικού τους σε μετρητά (σχεδόν 7 % τον Ιούνιο 2012). Όσον αφορά άλλα ΑΚΧΑ της ΕΕ που δεν ανήκουν στην παραπάνω κατηγορία, το μερίδιο των στοιχείων του ενεργητικού τους σε ρευστά διαθέσιμα διάρκειας μίας ημέρας και μίας εβδομάδας είναι σχετικά σημαντικό (περίπου 17 % και 5 % για τα ΒΑΚΧΑ μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού και 12 % και 3 % για τα λοιπά ΑΚΧΑ μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού).

Η δέσμη στοιχείων του ΕΣΣΚ παρουσιάζει κάποιους περιορισμούς, καθώς η έρευνα δεν καλύπτει όλα τα ΑΚΧΑ και τα στοιχεία παρέχονται συγκεντρωτικά από διάφορα αμοιβαία κεφάλαια, ενώ πιθανώς να υπάρχουν διαφορές μεταξύ των αμοιβαίων κεφαλαίων. Επιπλέον, η έρευνα παρέχει μια εικόνα σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή όταν ήταν μεγάλη η αποστροφή ανάληψης κινδύνου. Ωστόσο, τα αποτελέσματα της έρευνας είναι συμβατά με άλλες παρατηρήσεις που έχουν διατυπώσει εποπτικές αρχές και οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, καθώς και με σχόλια σχετικά με τη διαχείριση της ρευστότητας που παρέχουν διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων.

#### IV.4. Σύσταση Γ – Δημοσιοποίηση

**Συνιστάται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή να διασφαλίσει ότι η σχετική νομοθεσία της ΕΕ:**

- 1. απαιτεί από τα ΑΚΧΑ να προβαίνουν σε ειδική δημοσιοποίηση πληροφοριών που να εφιστούν την προσοχή των επενδυτών στην απουσία εγγύησης κεφαλαίου και στην πιθανότητα απώλειας του αρχικού κεφαλαίου·**
- 2. απαιτεί από τα ΑΚΧΑ να αναφέρουν στις πληροφορίες που δημοσιοποιούν την πιθανή υποστήριξη από ανάδοχο, ή τη δυνατότητα για τέτοιου είδους υποστήριξη ή προστασία, μόνον εφόσον αυτή η υποστήριξη ή προστασία αποτελεί ρητή δέσμευση του αναδόχου, στην οποία περίπτωση πρέπει να καταγράφεται στους λογαριασμούς και να περιλαμβάνεται στις υποχρεώσεις προληπτικής εποπτείας του αναδόχου·**
- 3. απαιτεί από τα ΑΚΧΑ να δημοσιοποιούν τις πρακτικές αποτίμησης που εφαρμόζουν, ιδίως όσον αφορά την αποτίμηση στο αποσβεσθέν κόστος, καθώς και να παρέχουν τις κατάλληλες πληροφορίες στους επενδυτές όσον αφορά τις εφαρμοζόμενες διαδικασίες εξόφλησης σε περιόδους εντάσεων.**

##### IV.4.1. Οικονομικό σκεπτικό

Τα ΑΚΧΑ θεωρούνται σε γενικές γραμμές «ασφαλείς» επενδύσεις πολύ χαμηλού κινδύνου. Μια τέτοια αντίληψη μπορεί να συμβάλει στον κίνδυνο μαζικής απόσυρσης των επενδυτών, εάν το αμοιβαίο κεφάλαιο δεν καταφέρει να ανταποκριθεί σε αυτές τις προσδοκίες. Ο κίνδυνος αυτός μειώνεται με την υποχρέωση δημοσιοποίησης πρόσθετων πληροφοριών, οι οποίες διασφαλίζουν ότι οι επενδυτές γνωρίζουν με σαφήνεια τα χαρακτηριστικά του επενδυτικού προϊόντος που προσφέρουν τα ΑΚΧΑ. Η υποχρέωση αυτή συνάδει απόλυτα με τη 13η και 14η σύσταση του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς, αν και κάνει ένα βήμα παραπάνω ορίζοντας ότι οποιαδήποτε δημόσια αναφορά σε υποστήριξη από ανάδοχο, ή στη δυνατότητα για τέτοιου είδους υποστήριξη, θα πρέπει να επιτρέπεται μόνον εφόσον συνεπάγεται ρητή δέσμευση εκ μέρους του αναδόχου.

Όπως περιγράφεται στην ενότητα II.2, η υπόθεση σιωπηρής υποστήριξης η οποία υπόκειται στη διακριτική ευχέρεια των αναδόχων συμβάλλει στην αστάθεια του συστήματος. Τα χαρτοφυλάκια των αμοιβαίων κεφαλαίων και η πολιτική εξόφλησης θα πρέπει επομένως να έχουν τέτοια διάρθρωση ούτως ώστε να μην επιδιώκεται υποστήριξη από ανάδοχο. Διαφορετικά, η πρόθεση προσφυγής σε υποστήριξη πρέπει να είναι ρητή, να έχει πλήρως εσωτερικοποιηθεί από τον ανάδοχο και να υπόκειται σε κανονιστικές απαιτήσεις κεφαλαιακής επάρκειας όπως περιγράφεται στη σύσταση Α.

Το πληροφοριακό υλικό για τα προσφερόμενα προϊόντα θα πρέπει να εξηγεί στους επενδυτές τις εφαρμοζόμενες διαδικασίες όσον αφορά την αποτίμηση των μέσων και να περιλαμβάνει πληροφορίες σχετικά με την αποτίμηση στο αποσβεσθέν κόστος, τις υποθέσεις πάνω στις οποίες βασίζεται αυτή η μέθοδος αποτίμησης και τους συναφείς κινδύνους. Επιπλέον, οι επενδυτές θα πρέπει να γνωρίζουν τις διαδικασίες που μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε περίπτωση σημαντικών εντάσεων στην αγορά ή έντονων πιέσεων για εξοφλήσεις και οι οποίες θα μπορούσαν να έχουν αντίκτυπο στις δυνατότητες εξόφλησης που οι ίδιοι διαθέτουν (βλ. επίσης σύσταση Β, παράγραφος 3). Οι πληροφορίες σχετικά με τα χαρακτηριστικά των προϊόντων θα πρέπει να επιτρέπουν στους επενδυτές να λαμβάνουν ορθές επενδυτικές αποφάσεις και να μειώνουν τις περιπτώσεις δυσμενών επιλογών.

##### IV.4.2. Αξιολόγηση

Η παροχή επαρκούς πληροφόρησης για τα χαρακτηριστικά των ΑΚΧΑ αναμένεται να μειώσει τον κίνδυνο δυσμενών επιλογών και μαζικής απόσυρσης των επενδυτών, και κατ' επέκταση τον συστημικό κίνδυνο· από τη σκοπιά δε της προστασίας των επενδυτών, διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη λήψη ορθών αποφάσεων. Συνολικά, τα ευρωπαϊκά ΑΚΧΑ εξυπηρετούν κυρίως θεσμικούς επενδυτές. Αυτοί οι επενδυτές γνωρίζουν, πιθανότατα, πολύ καλά ήδη τους κινδύνους που συνδέονται με τα ΑΚΧΑ, σε αντίθεση μάλλον με τους μικροεπενδυτές, οι οποίοι αποτελούν τη μεγαλύτερη επενδυτική βάση των ΑΚΧΑ σε ορισμένα μεμονωμένα κράτη μέλη· επομένως, οι μικροεπενδυτές θα είναι αυτοί που θα ωφεληθούν περισσότερο από τη καλύτερη δημοσιοποίηση πληροφοριών. Μάλιστα, η παροχή επαρκούς πληροφόρησης θα τους βοηθούσε ιδιαίτερα να κατανοήσουν ότι τα ΑΚΧΑ ενέχουν κινδύνους. Έτσι, ορισμένοι επενδυτές μπορεί να προτιμήσουν ένα εναλλακτικό εργαλείο διαχείρισης μετρητών από ένα ΑΚΧΑ. Στην περίπτωση μικροεπενδυτών, η εναλλακτική αυτή είναι πιθανότατα μια παραδοσιακή τραπεζική κατάθεση και όχι μια επένδυση σε έναν άλλο φορέα του σικώδους τραπεζικού συστήματος. Τέλος, η απαίτηση να γίνεται αναφορά στις πληροφορίες που δημοσιοποιούνται για την υποστήριξη από ανάδοχο μόνον όταν αυτή συνεπάγεται ρητή δέσμευση εκ μέρους του αναδόχου θα ενισχύσει τη διαφάνεια σχετικά με τη διασύνδεση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και θα μειώσει τον συστημικό κίνδυνο που προκύπτει από την προσφυγή σε σιωπηρή υποστήριξη η οποία υπόκειται στη διακριτική ευχέρεια των αναδόχων.

Ορισμένες από τις υποχρεώσεις για τη δημοσιοποίηση πληροφοριών στο πλαίσιο αυτής της σύστασης καλύπτονται ήδη από τη νομοθεσία της ΕΕ (π.χ. την οδηγία για τους ΟΣΕΚΑ ή τις κατευθυντήριες γραμμές του 2010 της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών/Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών). Όμως κάποιες από αυτές τις πληροφορίες ή τα έγγραφα ενδέχεται να χρειαστεί να αναθεωρηθούν, επιβαρύνοντας έτσι τα ΑΚΧΑ με πρόσθετο κόστος συμμόρφωσης. Δεν αναμένεται ωστόσο σημαντικό κόστος για τις εθνικές εποπτικές αρχές.

#### IV.5. Σύσταση Δ – Υποβολή στοιχείων και ανταλλαγή πληροφοριών

##### 1. Συνιστάται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή να διασφαλίσει ότι η σχετική νομοθεσία της ΕΕ:

- α) απαιτεί οποιαδήποτε περίπτωση υποστήριξης από ανάδοχο που ενδέχεται να έχει αντίκτυπο στην τιμή του μεριδίου του ΑΚΧΑ να γνωστοποιείται από το ΑΚΧΑ ή τον διαχειριστή του, και τον ανάδοχο, στην αρμόδια εθνική εποπτική αρχή, μαζί με πλήρη περιγραφή της φύσης και του μεγέθους της εν λόγω υποστήριξης·
- β) ενισχύει την τακτική υποβολή στοιχείων από τα ΑΚΧΑ·
- γ) εγγυάται ότι οι αρμόδιες εθνικές εποπτικές αρχές ανταλλάσσουν, κατά περίπτωση, τις αναφερόμενες στα σημεία α) και β) πληροφορίες με άλλες εθνικές εποπτικές αρχές του ίδιου κράτους μέλους ή άλλων κρατών μελών, με τις Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές, το ΕΣΚΤ και το ΕΣΣΚ.

##### 2. Συνιστάται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή να προαγάγει τη δημιουργία εναρμονισμένης υποβολής στοιχείων και εναρμονισμένης δέσμης στοιχείων, όπως αναφέρεται στην παράγραφο 1, β), και τη διοργάνωση της ανταλλαγής πληροφοριών, όπως αναφέρεται στην παράγραφο 1, γ).

#### IV.5.1. Οικονομικό σκεπτικό

Παρόλο που τα ΑΚΧΑ μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού δεν υποχρεούνται να διατηρούν αμετάβλητη την ονομαστική αξία και η πίεση για υποστήριξη από ανάδοχο δεν είναι η ίδια όπως για τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, πιθανώς να βρέθηκαν κι αυτά αντιμέτωπα με περιορισμούς ρευστότητας και να έπρεπε να χειριστούν ελλείψεις ρευστότητας στην αγορά στη διάρκεια της κρίσης· επομένως, ενδέχεται επίσης να κατέφυγαν στην υποστήριξη των διαχειριστών ή των μητρικών εταιρειών τους. Ωστόσο, δεν υπάρχουν σήμερα διαθέσιμες συγκεκριμένες πληροφορίες σε ευρωπαϊκό επίπεδο σχετικά με περιπτώσεις τέτοιου είδους υποστήριξης, όσον αφορά ΑΚΧΑ είτε μεταβλητής είτε σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, ιδίως επειδή η υποστήριξη αυτή μπορεί να λάβει πολλές μορφές και, επομένως, δεν απεικονίζεται απαραίτητα με σαφήνεια στον ισολογισμό και τους λογαριασμούς αποτελεσμάτων του φορέα που την παρέχει. Η έρευνα του ΕΣΚΤ περιλάμβανε μια ερώτηση σχετικά με την υποστήριξη από ανάδοχο, όμως τα αμοιβαία κεφάλαια παρείχαν μόνο γενικές πληροφορίες όπως «διαπραγμάτευση» ή «κανένα μέτρο». Συνολικά, η απαίτηση να χρησιμοποιείται η μεταβλητή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού, μαζί με την απαίτηση να μην επιδιώκεται η σιωπηρή υποστήριξη, δεν αποκλείει την πιθανότητα τέτοιου είδους υποστήριξης σε ακραίες συνθήκες της αγοράς στο μέλλον.

Προκειμένου οι αρχές να είναι σε θέση να παρακολουθούν τους κινδύνους που συνδέονται με τέτοιου είδους υποστήριξη, τυχόν μελλοντικές περιπτώσεις άμεσης ή έμμεσης υποστήριξης από ανάδοχο, ανεξάρτητα από το είδος της (συμπεριλαμβανομένων των αγορών «προβληματικών» τίτλων χαρτοφυλακίου), θα πρέπει να γνωστοποιούνται από το ΑΚΧΑ ή τον διαχειριστή του στην αρμόδια εθνική αρχή. Καθώς μια τέτοια υποστήριξη ενδέχεται να ενισχύσει τη διασύνδεση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και, κατ' επέκταση, να συμβάλει στη δημιουργία συστημικών κινδύνων, οι πληροφορίες θα πρέπει επίσης να ανταλλάσσονται με άλλες αρμόδιες αρχές (εγχώριες, ευρωπαϊκές ή μη).

Με βάση την εμπειρία από τα υφιστάμενα στατιστικά στοιχεία για τα ΑΚΧΑ και την ειδική έκτακτη συλλογή στοιχείων, είναι σαφές ότι τα στοιχεία που συλλέγονται σε τακτική βάση για τον ευρωπαϊκό κλάδο των ΑΚΧΑ θα μπορούσαν να βελτιωθούν περαιτέρω. Τα ΑΚΧΑ είναι πολύ σημαντικά για την ομαλή λειτουργία των αγορών χρήματος στην Ευρώπη. Τόσο οι εθνικές όσο και οι ευρωπαϊκές ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει επομένως να έχουν πρόσβαση σε λεπτομερή στοιχεία για τα εν λόγω αμοιβαία κεφάλαια προκειμένου να είναι σε θέση να προσδιορίζουν τις τάσεις εγκαίρως. Στην περίπτωση που οι εθνικές κεντρικές τράπεζες συλλέγουν ήδη πληροφορίες για τα ΑΚΧΑ, θα πρέπει να εξεταστεί το ενδεχόμενο ανταλλαγής αυτών των πληροφοριών με τις εθνικές εποπτικές αρχές για σκοπούς προληπτικής εποπτείας.

Η τακτική υποβολή στοιχείων θα πρέπει να περιλαμβάνει τουλάχιστον μια επαρκώς λεπτομερή ανάλυση των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων των ΑΚΧΑ, επιτρέποντας έτσι στις αρχές να παρακολουθούν τη θέση ρευστότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς και τη φύση και ποιότητα των υποκείμενων στοιχείων του ενεργητικού τους. Επιπλέον, σε περίπτωση που χρησιμοποιείται ακόμη η αποτίμηση στο αποσβεσθέν κόστος, οι ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει να έχουν πρόσβαση σε τακτική πληροφόρηση για τον βαθμό στον οποίο —και σε ποιες περιπτώσεις— χρησιμοποιείται αυτή η πρακτική αποτίμησης. Σε περίπτωση που εξακολουθεί να χρησιμοποιείται το μοντέλο της σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, η τακτική υποβολή στοιχείων θα έπρεπε να περιλαμβάνει επίσης λεπτομερείς πληροφορίες για τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, καθώς και πληροφορίες για τη σκιά τιμή τους.

Η παροχή πιο λεπτομερών πληροφοριών θα επέτρεπε στις αρχές να κατανοήσουν καλύτερα τις εξελίξεις στον κλάδο των ΑΚΧΑ και να εντοπίσουν τις πηγές κινδύνου. Από μια μακροπροληπτική σκοπιά, αυτές οι πιο λεπτομερείς πληροφορίες θα έπρεπε να είναι διαθέσιμες τόσο σε επίπεδο τομέα ΑΚΧΑ σε συγκεντρωτική βάση όσο και σε επίπεδο μεμονωμένων ΑΚΧΑ.

#### IV.5.2. Αξιολόγηση

Για να καταστεί δυνατός ο εντοπισμός της συγκέντρωσης κινδύνων και των διασυνδέσεων των ΑΚΧΑ με άλλα μέρη του χρηματοπιστωτικού συστήματος, είναι απαραίτητη η εντατική παρακολούθηση της σύνθεσης των στοιχείων ενεργητικού και των επενδύτων των ΑΚΧΑ, της θέσης ρευστότητάς τους, καθώς και των πρακτικών αποτίμησης και οποιασδήποτε προσφυγής σε υποστήριξη από ανάδοχο. Αυτή η παρακολούθηση αποτελεί επομένως προϋπόθεση για τη λήψη προληπτικών μέτρων, με σκοπό την αντιμετώπιση ενδεχόμενων συστημικών κινδύνων. Η υποχρέωση τακτικής υποβολής στοιχείων σχετικά με τις σκιάδεις τιμές θα καταστήσει πιο αντιληπτό στους διαχειριστές των ΑΚΧΑ ότι οι εθνικές εποπτικές αρχές παρακολουθούν αυτό το ζήτημα, γεγονός το οποίο αναμένεται να έχει διορθωτική επίδραση ως προς τις πιθανές αποκλίσεις της σκιάδους τιμής σε σχέση με την καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού και την εξάρτηση από υποστήριξη αναδόχου.

Τα μειονεκτήματα που σχετίζονται με τη βελτίωση της υποβολής στοιχείων είναι το κόστος των διαδικασιών που πρέπει να εφαρμοστούν στις εταιρείες διαχείρισης και τις αρχές προληπτικής εποπτείας. Στις τυχόν εργασίες που θα διεκπεραιώσουν τα ΑΚΧΑ σχετικά με τη βελτίωση της υποβολής στοιχείων θα πρέπει επομένως να ληφθεί υπόψη η υποχρέωση υποβολής στοιχείων

στην οποία υπόκεινται ήδη τα ΑΚΧΑ και να αναγνωριστεί δεόντως η αρχή της αναλογικότητας, η οποία θα μειώσει το συναφές κόστος. Ειδικότερα, η συλλογή στοιχείων της ΕΚΤ σχετικά με τη λογιστική κατάσταση των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (στα οποία συγκαταλέγονται τα ΑΚΧΑ) περιλαμβάνει ήδη λεπτομερείς πληροφορίες για τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού των ΑΚΧΑ (βλ. κανονισμό ΕΚΤ/2008/32). Ωστόσο, δεδομένου ότι η εν λόγω υποβολή στοιχείων επινοήθηκε για τους σκοπούς της νομισματικής πολιτικής, ενδέχεται να μην καλύπτει απόλυτα τις ανάγκες σε στοιχεία για τους σκοπούς της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

#### IV.6. Ενέργειες προς εφαρμογή της σύστασης

##### IV.6.1. Χρονοδιάγραμμα

Η Επιτροπή οφείλει να υποβάλει αναφορά στο ΕΣΣΚ και στο Συμβούλιο για τις ενέργειες στις οποίες προβαίνει προς εφαρμογή των εν λόγω συστάσεων, ή να αιτιολογεί επαρκώς τυχόν αδράνειά της, σύμφωνα με τα κατωτέρω χρονοδιαγράμματα.

- **Έως τις 30 Ιουνίου 2013**, η Επιτροπή οφείλει να υποβάλει στο ΕΣΣΚ ενδιάμεση αναφορά που να περιλαμβάνει μια πρώτη αξιολόγηση των αποτελεσμάτων του πρώτου σταδίου υλοποίησης των εν λόγω συστάσεων.
- **Έως τις 30 Ιουνίου 2014**, η Επιτροπή οφείλει να υποβάλει στο ΕΣΣΚ και στο Συμβούλιο τελική αναφορά σχετικά με το δεύτερο στάδιο υλοποίησης των εν λόγω συστάσεων.

##### IV.6.2. Κριτήρια συμμόρφωσης

Για τις **συστάσεις Α έως Δ**, ορίζονται τα ακόλουθα γενικά κριτήρια συμμόρφωσης.

- Οι συστάσεις αποσκοπούν επίσης στην ορθή και συνεπή εφαρμογή στην Ευρώπη των συναφών συστάσεων για τα ΑΚΧΑ του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς.
- Η Επιτροπή μπορεί να συμβουλευθεί τις αρμόδιες Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές —ιδίως την ΕΑΚΑΑ— σχετικά με την εφαρμογή των συστάσεων του ΕΣΣΚ και, προκειμένου να διασφαλίσει την εναρμονισμένη εφαρμογή των συστάσεων, μπορεί να τους ζητήσει να αναπτύξουν τα απαραίτητα τεχνικά πρότυπα, κατευθυντήριες γραμμές και συστάσεις (συμπεριλαμβανομένων προτύπων υποβολής και δημοσιοποίησης πληροφοριών, λαμβάνοντας δεόντως υπόψη τις υφιστάμενες υποχρεώσεις υποβολής και δημοσιοποίησης στοιχείων).
- Οι συστάσεις του ΕΣΣΚ αφορούν οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων με έδρα στην ΕΕ οι οποίοι διαθέτουν/πωλούν σε επενδυτές προϊόντα τα οποία παρουσιάζονται ως χρηματοδοτικά μέσα που αποσκοπούν στη διατήρηση του αρχικού κεφαλαίου, την παροχή ημερήσιας ρευστότητας και την επίτευξη αποδόσεων οι οποίες συμβαδίζουν με τα επιτόκια της αγοράς χρήματος. Αφορούν ιδίως αμοιβαία κεφάλαια τα οποία παρουσιάζονται ή διατίθενται ως ΑΚΧΑ ή τα οποία παρουσιάζεται ότι φέρουν τα χαρακτηριστικά ΑΚΧΑ (δηλ. με στόχο τη διατήρηση της κεφαλαιακής αξίας, καθημερινή δυνατότητα εξόφλησης, αποδόσεις με βάση τα επιτόκια της αγοράς χρήματος) ή αμοιβαία κεφάλαια τα οποία διατίθενται με τρόπο ο οποίος δίδει αυτή την εντύπωση (π.χ. ως αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης ρευστών διαθεσίμων, ρευστά αμοιβαία κεφάλαια ή αμοιβαία κεφάλαια ρευστότητας ή αμοιβαία κεφάλαια μικρής διάρκειας).

Για τη **σύσταση Α**, ορίζονται τα ακόλουθα κριτήρια συμμόρφωσης.

- Θα πρέπει να απαιτείται από τα ΑΚΧΑ να χρησιμοποιούν μόνο το μοντέλο της μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού. Ειδικότερα, θα πρέπει να απαγορεύεται η στρογγυλοποίηση των τιμών των μεριδίων στην πλησιέστερη μονάδα. Οι μεταβατικές ρυθμίσεις για μια αναγκαστική μετάβαση στη μεταβλητή καθαρή αξία στοιχείων ενεργητικού θα ήταν απαραίτητες. Συνιστάται επομένως μια αρκετά μακρόχρονη μεταβατική περίοδος για τα υφιστάμενα ΑΚΧΑ, στη διάρκεια της οποίας θα μπορούσε να διατηρηθεί το μοντέλο της σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού προκειμένου να γίνουν οι απαραίτητες προσαρμογές. Η μεταβατική περίοδος για τα υφιστάμενα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού θα μπορούσε να εκτείνεται σε τουλάχιστον δύο έτη από την τελική δημοσίευση των ισχυόντων κανόνων. Επιπλέον, τα ΑΚΧΑ θα πρέπει να ανακοινώνουν με σαφήνεια τη μετάβαση σε αμοιβαία κεφάλαια μεταβλητής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, αρκετό καιρό προτού εφαρμοστεί η μετάβαση, δημοσιοποιώντας ταυτόχρονα πληροφορίες σχετικά με τις επιδράσεις της αλλαγής.
- Η σύσταση Α δεν υπονοεί πλήρη απαγόρευση της αποτίμησης στο αποσβεσθέν κόστος. Ωστόσο, η αποτίμηση στο αποσβεσθέν κόστος θα πρέπει να επιτρέπεται μόνο όπου θεωρείται ότι επιτρέπει ορθή κατά προσέγγιση εκτίμηση της τιμής του μέσου.
- Στην περίπτωση που εξακολουθήσει να χρησιμοποιείται η αποτίμηση στο αποσβεσθέν κόστος, θα πρέπει να εφαρμοστούν περιορισμοί όσον αφορά την εναπομένουσα διάρκεια του μέσου, με σκοπό τη σημαντική μείωση του κινδύνου αποκλίσεων μεταξύ της τιμής του και του αποσβεσθέντος κόστους του· κατά τη θέσπιση τέτοιων περιορισμών, θα πρέπει να εξετάζεται προσεκτικά η ληκτότητα των στοιχείων ενεργητικού των ΑΚΧΑ που έχουν την έδρα τους στην ΕΕ.

Για τη **σύσταση Β**, ορίζονται τα ακόλουθα κριτήρια συμμόρφωσης.

- Για τον προσδιορισμό του μεγέθους και της σύνθεσης των ελάχιστων αποθεμάτων ασφαλείας σε ρευστά διαθέσιμα, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη τα ακόλουθα στοιχεία:
  - α) η σχέση αντιστάθμισης ανάμεσα στο μέγεθος των επιβαλλόμενων αποθεμάτων ασφαλείας και το είδος των θεωρούμενων ως αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων·
  - β) θα πρέπει να οριστούν τα ελάχιστα ρευστά διαθέσιμα διάρκειας τόσο μίας ημέρας όσο και μίας εβδομάδας·
  - γ) προκειμένου να περιοριστεί η εξάρτηση των ΑΚΧΑ από τη ρευστότητα της δευτερογενούς αγοράς, στον ορισμό των ρευστών διαθεσίμων (εκτός μετρητών) θα πρέπει να λαμβάνεται πρωτίστως υπόψη η εναπομένουσα διάρκεια. Επομένως, τα μέσα που ορίζονται ως ρευστά διαθέσιμα διάρκειας μίας ημέρας και μίας εβδομάδας θα πρέπει να έχουν εναπομένουσα διάρκεια μίας και πέντε εργάσιμων ημερών αντίστοιχα·

- δ) κατά τον ορισμό των αποθεμάτων ασφαλείας, θα πρέπει να εξετάζονται οι κίνδυνοι που συνδέονται με ενδεχόμενες προαιρετικές διάρκειες περιουσιακών στοιχείων. Αυτές μπορούν να στηρίζονται σε διαφορετικές παραμέτρους, συμπεριλαμβανομένων τεχνικών που εμπεριέχουν την έκθεση των αντισυμβαλλομένων σε κινδύνους, όπως το δικαίωμα πώλησης (π.χ. ομόλογα με δικαίωμα πώλησης), το δικαίωμα ακύρωσης (ακυρωτέα δικαιώματα προαίρεσης), το δικαίωμα εξαγοράς (π.χ. τεχνικές συμφωνιών επαναγοράς με δυνατότητα νέας (εξ)αγοράς).
- ε) άλλες επιδράσεις διασύνδεσης, ιδίως στον τραπεζικό τομέα, οι οποίες μπορεί να επηρεάσουν τη διαθεσιμότητα των αποδεκτών περιουσιακών στοιχείων για τα ρευστά αποθέματα ασφαλείας.
- Θα πρέπει να απαιτείται από τα ΑΚΧΑ να προσαρμόσουν τα ελάχιστα αποθέματα ασφαλείας σε ρευστά διαθέσιμα που διακρατούν ανάλογα με το προφίλ κινδύνου και την επενδυτική βάση τους.
  - Θα πρέπει να διενεργούν τακτικά ασκήσεις προσομοίωσης καταστάσεων κρίσης (stress tests) που να βασίζονται σε πολλαπλά δυσμενή σενάρια, τόσο σε επίπεδο αμοιβαίου κεφαλαίου όσο και γενικά, τα οποία επηρεάζουν το προφίλ ρευστότητάς τους.
  - Τα ΑΚΧΑ θα πρέπει επίσης να εφαρμόζουν σχέδια έκτακτης ανάγκης για να είναι σε θέση να αντιμετωπίσουν τέτοιες περιόδους εντάσεων.
  - Πρέπει να εφαρμόζουν τα αναγκαία εργαλεία για να αντιμετωπίσουν έκτακτα αιτήματα εξόφλησης από επενδυτές.

Για τη **σύσταση Γ**, ορίζονται τα ακόλουθα κριτήρια συμμόρφωσης.

- Οι πληροφορίες για τα προσφερόμενα προϊόντα από τα ΑΚΧΑ θα πρέπει να εφιστούν την προσοχή των επενδυτών στην απουσία, ή στον περιορισμό, όσον αφορά την εγγύηση κεφαλαίου και στην πιθανότητα απώλειας του αρχικού κεφαλαίου.
- Οι πληροφορίες θα πρέπει να εξηγούν περαιτέρω στους επενδυτές τις εφαρμοζόμενες διαδικασίες όσον αφορά την αποτίμηση των μέσων και να περιλαμβάνει στοιχεία σχετικά με την αποτίμηση στο αποσβεσθέν κόστος, τις υποθέσεις πάνω στις οποίες βασίζεται αυτή η μέθοδος αποτίμησης και τους συναφείς κινδύνους.
- Οποιαδήποτε αναφορά στις πληροφορίες που παρέχουν τα ΑΚΧΑ σε πιθανή υποστήριξη από ανάδοχο, ή τη δυνατότητα για τέτοιου είδους υποστήριξη ή προστασία, θα πρέπει να επιτρέπεται μόνον εφόσον αυτή η υποστήριξη ή προστασία αποτελεί ρητή δέσμευση του αναδόχου, στην οποία περίπτωση πρέπει να καταγράφεται στους λογαριασμούς και να περιλαμβάνεται στις υποχρεώσεις προληπτικής εποπτείας του αναδόχου.
- Οι επενδυτές θα πρέπει να γνωρίζουν τις διαδικασίες που μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε περίπτωση σημαντικών εντάσεων στην αγορά ή έντονων πιέσεων για εξοφλήσεις και οι οποίες θα μπορούσαν να έχουν αντίκτυπο στις δυνατότητες εξόφλησης που οι ίδιοι διαθέτουν.

Για τη **σύσταση Δ**, ορίζονται τα ακόλουθα κριτήρια συμμόρφωσης.

- Οποιαδήποτε περίπτωση υποστήριξης ενός ΑΚΧΑ από ανάδοχο που ενδέχεται να έχει αντίκτυπο στην τιμή του μεριδίου του ΑΚΧΑ θα πρέπει να γνωστοποιείται στην αρμόδια εθνική αρχή από το ΑΚΧΑ (ή τον διαχειριστή του) και τον ανάδοχο, μαζί με περιγραφή της φύσης και του μεγέθους της εν λόγω υποστήριξης.
- Η τακτική υποβολή στοιχείων από τα ΑΚΧΑ στις εποπτικές αρχές ή τις κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να περιλαμβάνει τουλάχιστον μια επαρκώς λεπτομερή ανάλυση των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων των ΑΚΧΑ, επιτρέποντας έτσι στις αρχές να παρακολουθούν τη θέση ρευστότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς και τη φύση και ποιότητα των υποκείμενων στοιχείων του ενεργητικού τους.
- Σε περίπτωση που τα ΑΚΧΑ εξακολουθούν να χρησιμοποιούν το μοντέλο της σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, η τακτική υποβολή στοιχείων θα πρέπει να περιλαμβάνει επίσης ξεχωριστές λεπτομερείς πληροφορίες για τα αμοιβαία κεφάλαια σταθερής καθαρής αξίας στοιχείων ενεργητικού, καθώς και πληροφορίες για τη σκιά τιμή τους.
- Σε περίπτωση που τα ΑΚΧΑ εξακολουθούν να χρησιμοποιούν την αποτίμηση στο αποσβεσθέν κόστος, οι ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει να έχουν πρόσβαση σε τακτική πληροφόρηση για τον βαθμό στον οποίο —και σε ποιες περιπτώσεις— χρησιμοποιείται αυτή η πρακτική αποτίμησης.
- Θα πρέπει να ληφθούν μέτρα που προάγουν τη δημιουργία εναρμονισμένης υποβολής στοιχείων και εναρμονισμένης δέσμης στοιχείων για τα ΑΚΧΑ και που μπορούν επίσης να χρησιμοποιηθούν για τους σκοπούς της μακροπροληπτικής εποπτείας, τα οποία να καλύπτουν τα προαναφερόμενα σημεία· τέτοια είδους μέτρα θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη την υποχρέωση υποβολής στοιχείων στην οποία υπόκεινται ήδη τα ΑΚΧΑ, όπως η υποβολή στοιχείων σχετικά με τη λογιστική κατάσταση των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (ΕΚΤ/2008/32).
- Να διασφαλίζεται ότι δεν παρακωλύεται η ανταλλαγή των προαναφερόμενων πληροφοριών μεταξύ αρχών προληπτικής εποπτείας και κεντρικών τραπεζών, σε εθνικό, διασυνοριακό και ευρωπαϊκό επίπεδο.

#### IV.6.3. Κοινοποίηση των ενεργειών προς εφαρμογή της σύστασης

Η **ενδιάμεση αναφορά, η οποία πρέπει υποβληθεί έως τις 30 Ιουνίου 2013**, θα πρέπει να περιέχει κατ' ελάχιστον:

- α) πληροφορίες σχετικά με τις νομοθετικές πρωτοβουλίες που ανέλαβε και σχεδίασε η Επιτροπή προς εφαρμογή των συστάσεων·
- β) πληροφορίες σχετικά με τις δράσεις στις οποίες προέβη η Επιτροπή σε σχέση με τις Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές προς εφαρμογή των συστάσεων·
- γ) ενδεικτικό χρονοδιάγραμμα για τη θέση σε ισχύ των μέτρων που προτείνει ήδη, ή πρόκειται να προτείνει, η Επιτροπή προς εφαρμογή των συστάσεων·

δ) αξιολόγηση της σωρευτικής επίδρασης των μέτρων που προτείνει ήδη, ή πρόκειται να προτείνει, η Επιτροπή προς εφαρμογή των συστάσεων·

ε) λεπτομερή αιτιολόγηση τυχόν αδράνειας ή παρέκκλισης από τις συστάσεις.

Η **τελική αναφορά, η οποία πρέπει υποβληθεί έως τις 30 Ιουνίου 2014**, θα πρέπει να περιέχει κατ' ελάχιστον:

α) πληροφορίες σχετικά με την πορεία της νομοθετικής διαδικασίας κατόπιν των νομοθετικών πρωτοβουλιών που ανέλαβε η Επιτροπή προς εφαρμογή των συστάσεων·

β) πληροφορίες σχετικά με την πορεία των δράσεων στις οποίες προέβη η Επιτροπή σε σχέση με τις Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές προς εφαρμογή των συστάσεων·

γ) ενδεικτικό χρονοδιάγραμμα για τη θέση σε ισχύ των προτεινόμενων από την Επιτροπή μέτρων προς εφαρμογή των συστάσεων·

δ) αξιολόγηση της σωρευτικής επίδρασης των προτεινόμενων από την Επιτροπή μέτρων προς εφαρμογή των συστάσεων·

ε) λεπτομερή αιτιολόγηση τυχόν αδράνειας ή παρέκκλισης από τις συστάσεις.

---



## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Ansidei, J., Bengtsson, E., Frison, D. & Ward, G. (2012), *Money market funds in Europe and financial stability*, ESRB Occasional Paper, αρ. 1, Ιούνιος.
- Baba, N., McCauley, R.N. & Ramaswamy, S. (2009), *US dollar money market funds and non-US banks*, BIS Quarterly Review, Μάρτιος, σελ. 65-81.
- Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας της Βασιλείας (2010), *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Δεκέμβριος (αν. έκδ. Ιούνιος 2011).
- Brady, S. A. (2012), *The stability of prime money market mutual funds: sponsor support from 2007 to 2011*, Federal Reserve Bank of Boston, Working paper RPA 12-3, 13 Αυγούστου.
- Committee of European Securities Regulators (2010), *CESR's guidelines on a common definition of European money market funds*, 19 Μαΐου.
- Committee of European Securities Regulators (2007), *CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS*. Μάρτιος.
- Duygan-Bump, B., Parkinson, P., Rosengren, E., Suarez, G. A. & Willen, P., *How effective were the Federal Reserve emergency liquidity facilities? Evidence from the asset-backed commercial paper money market mutual fund liquidity facility*, Journal of Finance, προσεχώς.
- Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (2008), *Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 25/2009 της ΕΚΤ της 19ης Δεκεμβρίου 2008 σχετικά με τη λογιστική κατάσταση του τομέα των νομισματικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων (αναδιατύπωση) (ΕΚΤ/2008/32)*, ΕΕ L 15 της 20.1.2009, σ. 14.
- Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2012), *Πράσινη βίβλος για το σκιώδες τραπεζικό σύστημα*, 19 Μαρτίου.
- Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2012), *Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) – product rules, liquidity management, depository, money market funds, long-term investments*, Έγγραφο διαβούλευσης, 26 Ιουλίου.
- Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο (2012), *Έκθεση σχετικά με το σκιώδες τραπεζικό σύστημα*, Επιτροπή Οικονομικής και Νομισματικής Πολιτικής, 25 Οκτωβρίου.
- European Securities and Market Authority (2012), *Questions and answers – a common definition of European money market funds*, 20 Φεβρουαρίου.
- European Securities and Market Authority (2012), *Guidelines on ETFs and other UCIT issues – consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements*, 25 Ιουλίου.
- Financial Stability Board (2012), *Strengthening oversight and regulation of shadow banking – an integrated overview of policy recommendations*, Έγγραφο διαβούλευσης, 18 Νοεμβρίου.
- Financial Stability Board (2011), *Shadow banking: scoping the issues*, 12 Απριλίου.
- Financial Stability Oversight Council (2012), *Proposed recommendations regarding money market mutual fund reform*, Νοέμβριος.
- FitchRatings (2012), *European money market funds: trends in MMF portfolios*, Νοέμβριος.
- Gordon, J.N. & Gandia, C.M. (2012), *Money market funds run risk: will floating net asset value fix the problem?*, Columbia Law and Economics Working Paper, αρ. 426, 23 Σεπτεμβρίου.
- Gorton, G. & Metrick, A. (2010), *Regulating the shadow banking system*, Brookings Papers on Economic Activity, Φθινόπωρο.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *Code of practice*.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *A comparison of money market fund ratings*, 19 Ιουνίου.
- International Organization of Securities Commissions (2012), *Money market fund systemic risk analysis and reform options*, Έκθεση διαβούλευσης, 27 Απριλίου.
- International Organization of Securities Commissions (2012), *Policy recommendations for money market funds*, 9 Οκτωβρίου.
- Kacperczyk, M. & Schnabl, P. (2012), *How safe are money market funds?*, σχέδιο εγγράφου, Απρίλιος 2012.
- McCabe, P.E. (2010), *The cross section of money market fund risks and financial crises*, Working Paper 2010-51, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, Σεπτέμβριος.

McCabe, P.E., Cipriani, M., Holscher, M. & Martin, A. (2012), *The minimum balance at risk: a proposal to mitigate the systemic risks posed by money market funds*, Working Paper 2012-47, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, Ιούλιος.

Moody's (2010), *Sponsor key to money market funds*, Αύγουστος.

President's Working Group on Financial Markets (2010), *Money market fund reform options*, Οκτώβριος.

Rosengren, E.S (2012), *Money market mutual funds and financial stability*, Remarks at the Federal Reserve Bank of Atlanta's 2012 Financial Markets Conference, 11 Απριλίου.

Scharfstein, D.S. (2012), *Perspectives on money market mutual fund reforms*, Testimony before U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, 21 Ιουνίου.

Scott, H.S. (2012), *Interconnectedness and contagion*, 20 Νοεμβρίου.

Securities and Exchange Commission (2010), *Money Market Fund Reform*, Investment Company Act Release αρ. IC-29132, 75 Fed. Reg. 10600, 10062, 4 Μαρτίου.

Securities and Exchange Commission (1977), *Valuation of debt instruments by money market funds and certain other open-end investment companies*, Investment Company Act Release αρ. 9786, 42 Fed. Reg. 28999, 7 Ιουνίου.

Squam Lake Group (2011), *Reforming money market funds*, 14 Ιανουαρίου.

---