

Βρυξέλλες, 4.9.2013
SWD(2013) 316 final

ΕΓΓΡΑΦΟ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ
ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΩΝ

που συνοδεύει το έγγραφο

**Κανονισμός του ευρωπαϊκού κοινοβουλίου και του συμβουλίου για τα αμοιβαία
κεφάλαια της χρηματαγοράς**

{COM(2013) 615 final}
{SWD(2013) 315 final}

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στην Ευρώπη, τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς (ΑΚΧΑ) συνιστούν σημαντική πηγή βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης για χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, επιχειρήσεις και κυβερνήσεις. Τα ΑΚΧΑ κατέχουν το 22% περίπου των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων που εκδίδονται από κυβερνήσεις ή από τον επιχειρηματικό τομέα στην Ευρώπη και το 38% των χρεογράφων που εκδίδονται από τον τραπεζικό τομέα της ΕΕ¹. Όσον αφορά τη ζήτηση, τα ΑΚΧΑ αποτελούν εργαλείο βραχυπρόθεσμης διαχείρισης ρευστών διαθεσίμων, το οποίο εξασφαλίζει υψηλή ρευστότητα, διαφοροποίηση, σταθερότητα της αξίας και απόδοση βάσει της αγοράς. Τα ΑΚΧΑ χρησιμοποιούνται κυρίως από εταιρείες που επιδιώκουν να επενδύσουν τα πλεονάζοντα ρευστά διαθέσιμά τους για σύντομο χρονικό διάστημα, για παράδειγμα, έως την εξόφληση σημαντικών ποσών, όπως αυτών της μισθοδοσίας. Ως εκ τούτου, τα ΑΚΧΑ αποτελούν κρίσιμο σύνδεσμο μεταξύ ζήτησης και προσφοράς βραχυπρόθεσμων διαθεσίμων χρηματικών ποσών, περισσότερο από οποιοδήποτε άλλο επενδυτικό κεφάλαιο.

Με υπό διαχείριση περιουσιακά στοιχεία ύψους περίπου 1.000 δισεκατομμυρίων ευρώ, τα ΑΚΧΑ αποτελούν κατηγορία κεφαλαίων διαφορετική από το σύνολο των υπόλοιπων αμοιβαίων κεφαλαίων. Η πλειονότητα των ΑΚΧΑ, ήτοι το 80% των περιουσιακών στοιχείων και το 60% του αριθμού των κεφαλαίων, λειτουργούν βάσει των κανόνων της οδηγίας για τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ). Το μέσο μέγεθος ενός ΑΚΧΑ υπερβαίνει σημαντικά το μέσο μέγεθος του κεφαλαίου ενός ΟΣΕΚΑ. Για παράδειγμα, το μέγεθος μεμονωμένου ΑΚΧΑ μπορεί να ανέρχεται σε 50 δισεκατομμύρια ευρώ.

Οι συστημικές επιπτώσεις των ΑΚΧΑ και η διασύνδεσή τους με τους εκδότες χρεογράφων και τις τράπεζες χορηγούς τους έχουν βρεθεί στο επίκεντρο των διεθνών εργασιών για το σκιώδες τραπεζικό σύστημα. Το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (FSB) και άλλοι θεσμικοί φορείς, όπως η Διεθνής Οργάνωση Επιτροπών Εποπτείας Χρηματιστηρίων (IOSCO) και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ESRB) έχουν πραγματοποιήσει αναλύσεις για τα ΑΚΧΑ και τις συστημικές επιπτώσεις τους. Τα ΑΚΧΑ, ιδίως εκείνα που διατηρούν σταθερή τιμή μεριδίου, ξεχώρισαν λόγω των καταθετικών χαρακτηριστικών τους.

2. ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΟΣ

Τα ΑΚΧΑ αποτελούν κατάλληλο εργαλείο για τους επενδυτές, διότι προσφέρουν δυνατότητες ανάλογες των τραπεζικών καταθέσεων: άμεση πρόσβαση σε ρευστότητα και σταθερή αξία. Οι επενδυτές θεωρούν τα ΑΚΧΑ ασφαλή και πιο διαφοροποιημένη εναλλακτική λύση σε σχέση με τις τραπεζικές καταθέσεις. Ωστόσο, στην πραγματικότητα, τα ΑΚΧΑ είναι απλώς κλασικά επενδυτικά κεφάλαια που ενέχουν τους εγγενείς κινδύνους που συνδέονται με τις επενδύσεις. Ως εκ τούτου, όταν αρχίσουν να μειώνονται οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων στα οποία επενδύονται τα ΑΚΧΑ, ιδίως σε ακραίες συνθήκες της αγοράς, τα ΑΚΧΑ αδυνατούν να εγγυηθούν πάντα την άμεση εξαγορά και τη διατήρηση της αξίας της μονάδας ή του μεριδίου που εκδίδεται από τα ΑΚΧΑ για τους επενδυτές. Ορισμένα ίσως είναι σε θέση να στηρίξουν μέσω χορηγών τη διατήρηση του ύψους της αξίας των μεριδίων, ενώ άλλα ίσως δεν διαθέτουν

¹ Στη Γαλλία, τα ΑΚΧΑ κατέχουν το 45% των πιστοποιητικών καταθέσεων που εκδίδονται από τράπεζες και το 35% των πιστοποιητικών που εκδίδονται από μη χρηματοδοτικές εταιρείες.

τα απαραίτητα κεφάλαια. Το μειονέκτημα είναι ότι, μόλις οι επενδυτές αντιληφθούν κίνδυνο πιθανής αδυναμίας των ΑΚΧΑ να τηρήσουν την υπόσχεση για ρευστότητα και σταθερή εξαγορά ανά πάσα στιγμή, θα προβούν σε εξαγορά, προκαλώντας πιθανόν τις αποκαλούμενες «φυγές».

Οι επενδυτικές «φυγές» χαρακτηρίζονται από μαζικά και αιφνίδια αιτήματα εξαγοράς από μεγάλη ομάδα επενδυτών που θέλουν να αποφύγουν απώλειες και να είναι σε θέση να εξασφαλίσουν εξαγορά στην υψηλότερη δυνατή τιμή. Οι επενδυτικές «φυγές» είναι συστημικής σημασίας, δεδομένου ότι εξαναγκάζουν τα ΑΚΧΑ να πουλήσουν εσπευσμένα τα περιουσιακά στοιχεία τους προκειμένου να ανταποκριθούν στα εκκρεμή αιτήματα εξαγοράς. Ο ίδιος ο φαύλος κύκλος των εξαγορών επιταχύνει τη μείωση της καθαρής αξίας του ενεργητικού (ΚΑΕ) του αμοιβαίου κεφαλαίου, επιδεινώνοντας την πτώση της ΚΑΕ και τον φόβο ότι η χρηματαγορά στο σύνολό της είναι ασταθής.

Τα προβλήματα που συνδέονται με τις μαζικές επενδυτικές «φυγές» είναι συστημικού χαρακτήρα λόγω: (1) της στενής σύνδεσης των ΑΚΧΑ με την πραγματική οικονομία και (2) της σύνδεσής τους με τους χορηγούς. Επιπλέον, όσον αφορά τις εν λόγω «φυγές», τίθεται ζήτημα προστασίας των επενδυτών, δεδομένου ότι όσοι εξαγοράζουν αργά βρίσκονται εγγενώς σε μειονεκτική θέση σε σχέση με όσους εξαγοράζουν πρώτοι.

Η αγορά ΑΚΧΑ είναι συγκεντρωμένη σε λίγα κράτη μέλη, εκ των οποίων η Γαλλία, η Ιρλανδία και το Λουξεμβούργο αντιπροσωπεύουν περισσότερο από το 95% της αγοράς όσον αφορά τα υπό διαχείριση περιουσιακά στοιχεία. Πάντως, η αγορά συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με άλλες χώρες, λόγω του υψηλού ποσοστού διασυνοριακών επενδύσεων και επενδυτών και των σχέσεων διασυνοριακής μετάδοσης μεταξύ των ΑΚΧΑ και των χορηγών τους που εδρεύουν σε άλλες χώρες.

Μετάδοση στην πραγματική οικονομία

Κατά τη διάρκεια της κρίσης, η ρευστότητα των ΑΚΧΑ δεν επαρκούσε ώστε να ικανοποιήσει όλα τα αιτήματα εξαγοράς. Αυτό οδήγησε ορισμένα κεφάλαια σε αναστολή εξαγοράς ή χρήση έτερων περιορισμών. Η στέρηση των βραχυπρόθεσμων επενδύσεων ΑΚΧΑ από τους επενδυτές πιθανόν να έχει επιπτώσεις στους εκδότες που βασίζονται σε βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση μέσω ΑΚΧΑ. Δεδομένου ότι τα ΑΚΧΑ διαδραματίζουν κεντρικό ρόλο στη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση οντοτήτων όπως τράπεζες, εταιρείες ή κυβερνήσεις, οι «φυγές» επενδυτών από ΑΚΧΑ πιθανόν να έχουν ευρύτερες μακροοικονομικές συνέπειες. Ενώ οι τράπεζες εκδίδουν σε ΑΚΧΑ το μεγαλύτερο μέρος (85%) του συνόλου των 1.000 δισεκατομμυρίων ευρώ, οι κυβερνήσεις αντιπροσωπεύουν μερίδιο ύψους 10% και οι μεγάλες επιχειρήσεις περίπου το 5%. Οι κυβερνήσεις και οι πολύ μεγάλες εταιρείες χρησιμοποιούν τη χρηματαγορά ως μέσο εξασφάλισης βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης, παράλληλα με τις τραπεζικές πιστώσεις. Οποιαδήποτε μετάδοση στην αγορά βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης θα μπορούσε επίσης να επιφέρει άμεσες και σημαντικές δυσκολίες στη χρηματοδότηση της «πραγματικής οικονομίας».

Μετάδοση στους χορηγούς

Τα ΑΚΧΑ, ιδίως εκείνα που υπόσχονται εξαγορά σε σταθερή τιμή μεριδίου, στηρίζονταν ιστορικά σε κεφάλαια χορηγών παρεχόμενα κατά διακριτική ευχέρεια με στόχο τη διατήρηση της ΚΑΕ τους σε περιόδους μείωσης των αξιών των περιουσιακών στοιχείων. Οι χορηγοί ΑΚΧΑ πιθανόν να αποφασίσουν την παροχή στήριξης προκειμένου να αντισταθμιστούν οι μειώσεις στην ΚΑΕ του κεφαλαίου τους. Οι χορηγοί

υποχρεώνονται συχνά να στηρίζουν τα ΑΚΧΑ τους φοβούμενοι ότι η μείωση της ΚΑΕ τους πιθανόν να προκαλέσει, λόγω του κινδύνου της φήμης του, πανικό που θα μπορούσε να εξαπλωθεί στις λοιπές επιχειρήσεις του χορηγού. Ο κίνδυνος είναι ακόμη μεγαλύτερος για τράπεζες-χορηγούς, καθώς ο πανικός θα μπορούσε να εξαπλωθεί στη βάση των πελατών λιανικής της τράπεζας, οδηγώντας την τράπεζα σε αθέτηση των υποχρεώσεών της.

Κατά τη διάρκεια της κρίσης, παρατηρήθηκαν αρκετές περιπτώσεις στήριξης από χορηγούς.

Οι χορηγοί είναι σε μεγάλο βαθμό απροετοίμαστοι να αντιμετωπίσουν τέτοιες καταστάσεις, καθώς η «σιωπηρή» εγγύηση δεν καταγράφεται ως ρητή εγγύηση. Δεν υπάρχουν αποθεματικά κεφάλαια για την κάλυψη στήριξης χορηγών. Ως εκ τούτου, ανάλογα με το μέγεθος του κεφαλαίου και την έκταση της πίεσης εξαγοράς, η στήριξη χορηγού μπορεί να λάβει διαστάσεις που υπερβαίνουν τα άμεσα διαθέσιμα αποθέματα. Οι μεγαλύτεροι πάροχοι ΑΚΧΑ διαχειρίζονται περιουσιακά στοιχεία ΑΚΧΑ που υπερβαίνουν τα 250 δις. ευρώ παγκοσμίως, ενώ, σε ορισμένες περιπτώσεις, το άμεσα διαθέσιμο ρευστό στον ισολογισμό τους ανέρχεται μόλις σε μερικές εκατοντάδες εκατομμύρια.

Άδικη αντιμετώπιση των επενδυτών

Σε περίπτωση «φυγής», κάθε εντολή εξαγοράς προκαλεί μείωση της τιμής του κεφαλαίου, καθώς αυτό υποχρεώνεται να πουλήσει περιουσιακά στοιχεία με αυξημένο κόστος ρευστότητας. Κατ' αυτόν τον τρόπο, εξασφαλίζεται πλεονέκτημα για όσους εξαγοράζουν πρώτοι, ενώ, όσοι εξαγοράζουν αργά (συχνά επενδυτές λιανικής) επωμίζονται υποχρεωτικά το κόστος που συνδέεται με τις πρόωρες εξαγορές. Συντελείται έτσι μεταφορά χρημάτων από τους τελευταίους στους πρώτους εξαγοραστές. Το κόστος εξαγοράς ίσως αποτελέσει σημαντικό μειονέκτημα για τους τελευταίους εξαγοραστές, καθώς η διαφορά πριν και μετά την εξαγορά μπορεί να είναι σημαντική.

Συνέπειες

Δεδομένου ότι η αγορά χρήματος και οι χορηγοί συνδέονται με τρόπο συστημικό, οι κυβερνήσεις πιθανόν να αναγκαστούν να παρέμβουν όταν η χρηματαγορά αντιμετωπίζει κρίση. Οι αρχές των ΗΠΑ κατήρτισαν σχέδιο ώστε να εγγυηθούν το σύνολο των χρημάτων που επενδύονται σε ΑΚΧΑ. Οι δημόσιες αρχές στην Ευρώπη χρειάστηκε επίσης να παρέμβουν για να σταματήσουν τη μετάδοση: η Γερμανία ψήφισε νόμο για τη σταθεροποίηση της αγοράς και το Λουξεμβούργο ανακοίνωσε ότι θα λάμβανε όλα τα αναγκαία μέτρα για τη σταθεροποίηση των εθνικών ΑΚΧΑ. Οι διαφορετικές αντιδράσεις από πλευράς ευρωπαϊκών φορέων δεν ευνόησαν την ενίσχυση της σταθερότητας της ευρωπαϊκής αγοράς στο σύνολό της, καθώς προκλήθηκαν μετατοπίσεις χρημάτων επενδυτών προς ΑΚΧΑ που επωφελήθηκαν από αυτήν την εγγύηση.

Οι συνέπειες της ρευστοποίησης ΑΚΧΑ μπορεί να προκαλέσουν αναστάτωση στον επενδυτή, δεδομένου ότι οι εξαγορές θα παραμείνουν σε αναστολή για δυνητικά πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα και το ακριβές ανακτηθέν ποσό στο τέλος θα παραμείνει αβέβαιο για εξίσου μεγάλο χρονικό διάστημα. Στην περίπτωση εταιρικών χρηστών που τοποθετούν τα μετρητά τους σε ΑΚΧΑ, η αναστολή μπορεί να οδηγήσει σε αδυναμία εκτέλεσης των προβλεπόμενων λειτουργικών δαπανών, όπως η καταβολή των μισθών.

3. ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΚΟΥΡΙΚΟΤΗΤΑΣ

Οι εθνικές ρυθμιστικές προσεγγίσεις περιορίζονται εγγενώς στο αντίστοιχο κράτος μέλος. Η ρύθμιση του προφίλ προϊόντος και ρευστότητας του ΑΚΧΑ σε εθνικό επίπεδο, συνεπάγεται μόνο κίνδυνο πώλησης διαφορετικών προϊόντων ως ΑΚΧΑ στο σύνολό τους. Κάτι τέτοιο θα δημιουργούσε σύγχυση στους επενδυτές και θα εμπόδιζε την εξασφάλιση ισότιμης συμμετοχής σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης για όσους προσφέρουν ΑΚΧΑ σε επαγγελματίες ή επενδυτές λιανικής. Επίσης, διαφορετικές εθνικές προσεγγίσεις όσον αφορά τα κύρια χαρακτηριστικά ενός ΑΚΧΑ θα αύξαναν τον κίνδυνο διασυννοριακής μετάδοσης, ιδίως όταν οι εκδότες και τα ΑΚΧΑ εδρεύουν σε διαφορετικά κράτη μέλη.

Επιπλέον, δεδομένου ότι πολλοί φορείς που προσφέρουν ΑΚΧΑ στην Ευρώπη εδρεύουν σε κράτη μέλη διαφορετικά από εκείνα όπου διατίθενται τα κεφάλαια, απαιτείται η δημιουργία ισχυρού πλαισίου για την αποφυγή διασυννοριακής μετάδοσης μεταξύ ενός ΑΚΧΑ και του χορηγού του. Το πρόβλημα αυτό είναι ιδιαίτερα οξύ όταν ο χορηγός εδρεύει σε κράτος μέλος που πιθανόν να μην διαθέτει τους δημοσιονομικούς πόρους για να διασώσει έναν χορηγό σε κίνδυνο. Καθώς τα ΑΚΧΑ εδρεύουν κατά κύριο λόγο σε δύο χώρες της ΕΕ (ΙΕ και LUX), αμφότερες χώρες όπου δεν εδρεύουν τράπεζες-χορηγοί, οξύνεται η διασυννοριακή διάσταση της στήριξης χορηγού.

Ως εκ τούτου, απαιτείται δράση σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

4. ΣΤΟΧΟΙ

Οι γενικοί στόχοι είναι οι εξής:

- (1) Ενίσχυση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στην εσωτερική αγορά,
- (2) Αύξηση της προστασίας των επενδυτών ΑΚΧΑ.

Για την επίτευξη αυτών των γενικών στόχων απαιτείται η υλοποίηση των ακόλουθων, πιο ειδικών, στόχων πολιτικής:

- (1) Πρόληψη του κινδύνου μετάδοσης στην πραγματική οικονομία,
- (2) Πρόληψη του κινδύνου μετάδοσης στον χορηγό,
- (3) Περιορισμός των μειονεκτημάτων για τους τελευταίους εξαγοραστές, ιδίως όσον αφορά τις εξαγορές σε ακραίες συνθήκες της αγοράς.

Οι προαναφερθέντες ειδικοί στόχοι απαιτούν την επίτευξη του ακόλουθου επιχειρησιακού στόχου:

- (1) Διασφάλιση ότι η ρευστότητα του ταμείου επαρκεί για την αντιμετώπιση των αιτημάτων εξαγοράς του επενδυτή,
- (2) Διαμόρφωση της δομής του ΑΚΧΑ ώστε η υπόσχεση σταθερότητας να αντέχει σε αντίξοες συνθήκες της αγοράς.

5. ΕΠΙΛΟΓΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Προκειμένου να επιτύχουν τον πρώτο επιχειρησιακό στόχο (διασφάλιση επαρκών επιπέδων ρευστότητας ΑΚΧΑ), οι υπηρεσίες της Επιτροπής ανέλυσαν τις διάφορες επιλογές πολιτικής καλύπτοντας τις ακόλουθες πτυχές: τρεις διαφορετικούς μηχανισμούς για τέλη εξαγοράς ή περιορισμούς, μία επιλογή για το αποθεματικό ρευστότητας, μια επιλογή για την ποιότητα και τη διαφοροποίηση των περιουσιακών στοιχείων και επιλογές για το «προφίλ πελάτη» ΑΚΧΑ.

Για την επίτευξη του δεύτερου επιχειρησιακού στόχου (κατάλληλη διαμόρφωση των ΑΚΧΑ ώστε να αντέχουν σε αντίξοες συνθήκες της αγοράς), οι υπηρεσίες της Επιτροπής ανέλυσαν τις επιλογές πολιτικής που σχετίζονται με τις ακόλουθες πτυχές: μια επιλογή για τη διαφάνεια, δύο επιλογές σχετικά με την αποτίμηση που απαιτεί κυμαινόμενη ΚΑΕ, δύο επιλογές για την επιβολή αποθεματικών ασφαλείας ΚΑΕ, μια επιλογή για την κατάσταση της τράπεζας, μια επιλογή που συνδυάζει κυμαινόμενη ΚΑΕ και αποθεματικό ασφαλείας ΚΑΕ και μία επιλογή για την αξιολόγηση.

6. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΠΤΩΣΕΩΝ ΤΩΝ ΠΡΟΤΙΜΗΤΕΩΝ ΕΠΙΛΟΓΩΝ

Επιχειρησιακός στόχος 1: επιλογές που στοχεύουν στην αύξηση της ρευστότητας και η επιλογή «γνωρίστε τους πελάτες σας»

Προκειμένου να διασφαλιστεί ότι η ρευστότητα του ταμείου επαρκεί για την αντιμετώπιση των αιτημάτων εξαγοράς των επενδυτών, στις πρώτες θέσεις των προτιμήσεων εμφανίζονται οι επιλογές για την αύξηση της ρευστότητας των περιουσιακών στοιχείων χαρτοφυλακίου και η εφαρμογή της πολιτικής «γνωρίστε τους πελάτες σας». Από την άλλη πλευρά, οι τρεις επιλογές που βασίζονται στην επιβολή τελών εξαγοράς ή περιορισμών θα μειώσαν δραστικά την ελκυστικότητα των ΑΚΧΑ για τους επενδυτές. Η διαβούλευση δείχνει ότι αυτές οι επιλογές θα μπορούσαν με τη σειρά τους να οδηγήσουν σε συρρίκνωση του συνόλου των υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων των ΑΚΧΑ, στερώντας από την πραγματική οικονομία σημαντικό εργαλείο βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης. Επιπλέον, οι επιλογές αυτές, οι οποίες περιορίζουν τις δυνατότητες εξαγοράς, εγείρουν ζητήματα σχετικά με τις πιθανές αντικυκλικές επιπτώσεις τους, που δεν θα περιόριζαν αλλά θα αύξαναν τον συστημικό κίνδυνο.

Αυξάνοντας τη ρευστότητα του χαρτοφυλακίου και ταυτόχρονα εξασφαλίζοντας ότι το χαρτοφυλάκιο διαφοροποιείται επαρκώς και δεν επενδύεται σε χαμηλής ποιότητας στοιχεία ενεργητικού, εξυπηρετείται καλύτερα ο στόχος της ενίσχυσης της ικανότητας των ΑΚΧΑ για αντιμετώπιση των εξαγορών. Αφενός, οι επενδυτές θα επωφεληθούν από τη βελτιωμένη πρόσβαση στη ρευστότητα και τον μειωμένο κίνδυνο. Αφετέρου, θα αυξηθεί η ικανότητα του κεφαλαίου να αντιμετωπίσει πολύ μεγάλα αιτήματα εξαγοράς. Το κόστος αυτών των επιλογών εμφανίζεται σχετικά μέτριο, διότι η πλειονότητα των ΑΚΧΑ έχουν ήδη αναπτύξει εσωτερικούς κανόνες προς αυτήν την κατεύθυνση. Οι συνέπειες για τη βραχυπρόθεσμη αγορά χρέους επίσης φαίνονται διαχειρίσιμες, διότι μόνο ελάχιστο ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων επενδύεται στο μακροπρόθεσμο τμήμα της καμπύλης βραχυπρόθεσμων αποδόσεων. Μόνη η πολιτική για την πρόβλεψη πολύ μεγάλων αιτημάτων εξαγοράς δεν θα αποτρέψει μαζικές «φυγές». Εντούτοις, εξακολουθεί να αποτελεί χρήσιμο εργαλείο για τη διαχείριση εισροών και εκροών και μπορεί να υλοποιηθεί με μικρό κόστος.

Επιχειρησιακός στόχος 2: επιλογές που στοχεύουν στην αύξηση της διαφάνειας, την εξασφάλιση σταθερών αποτιμήσεων και τον περιορισμό της χρήσης αξιολογήσεων

Σε γενικές γραμμές, όλες οι επιλογές που αναλύθηκαν θα αύξαναν, σε διαφορετικό βαθμό, την οικονομική σταθερότητα, καμία όμως δεν θα επιτύγχανε αυτά τα αποτελέσματα χωρίς αρνητικές επιπτώσεις. Οι προτιμητέες επιλογές είναι αυτές που επιτυγχάνουν την καλύτερη δυνατή ισορροπία μεταξύ χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και κόστους.

Η μεταρρύθμιση της μεθοδολογίας αποτίμησης θα αποκαταστήσει την προφανή αλήθεια ότι τα ΑΚΧΑ είναι φυσιολογικά αμοιβαία κεφάλαια που υπόκεινται σε διακυμάνσεις τιμών. Η χρήση της μεθόδου αποσβεσθέντος κόστους και της μεθόδου στρογγυλοποίησης επιτρέπει στο κεφάλαιο να διατηρεί σταθερή τιμή. Η απαίτηση για χρήση αποτίμησης βάσει των τρεχουσών τιμών της αγοράς («mark to market») θα καταδεικνύει σαφώς στους επενδυτές ότι τον κίνδυνο των επενδύσεών τους επωμίζονται εκείνοι και όχι ο χορηγός του ταμείου. Έτσι θα μειωθούν ή πιθανόν να αρθούν τα κίνητρα του χορηγού για παροχή στήριξης. Το κανάλι μετάδοσης στους χορηγούς και στο τραπεζικό σύστημα θα περιοριζόταν. Ως εκ τούτου, η κυμαινόμενη ΚΑΕ είναι η πλέον προτιμώμενη επιλογή για τη σταθεροποίηση του τομέα των ΑΚΧΑ και, εν συνεχεία, για τον περιορισμό της μετάδοσης στον τραπεζικό τομέα. Ωστόσο, δεν μπορεί να αποκλεισθεί το ενδεχόμενο ορισμένοι επενδυτές να μην επιθυμούν να επενδύσουν σε κυμαινόμενα ΑΚΧΑ, γεγονός που ίσως οδηγήσει τελικά σε συρρίκνωση του τομέα των ΑΚΧΑ. Οι επιπτώσεις για τους διαχειριστές εμφανίζονται πιο περιορισμένες.

Δεδομένου ότι εξακολουθούν να υπάρχουν αμφιβολίες για την προσαρμογή των επενδυτών ΑΚΧΑ σε κυμαινόμενη ΚΑΕ, οι πάροχοι ΑΚΧΑ θα έχουν τη δυνατότητα να διατηρούν κεφάλαιο με σταθερή ΚΑΕ. Εντούτοις, ένα ΑΚΧΑ με σταθερή ΚΑΕ θα έπρεπε να επωφελείται από κατάλληλο αποθεματικό ασφαλείας ΚΑΕ, που θα χρηματοδοτείται από τον διαχειριστή. Με την επιλογή που συνδυάζει κυμαινόμενη ΚΑΕ και αποθεματικό ασφαλείας ΚΑΕ, ο διαχειριστής των σταθερών ΑΚΧΑ θα πρέπει να χρηματοδοτεί ένα αποθεματικό ασφαλείας το οποίο θα ανέρχεται τουλάχιστον στο 3% των υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων του ΑΚΧΑ. Σύμφωνα με τις παρατηρηθείσες περιπτώσεις στήριξης από χορηγούς κατά τη διάρκεια της κρίσης (123 περιπτώσεις σε ΑΚΧΑ των ΗΠΑ), η στήριξη υπερέβη το 3% μόνο 3 φορές. Όταν το Reserve Primary Fund αντιμετώπισε αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεών του το 2008, είχε απώλειες ύψους 3% για έκθεση 1,5% σε περιουσιακά στοιχεία της Lehman. Το αποθεματικό ασφαλείας δεν θα παρέχει πλήρη εγγύηση στους κατόχους ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ, θα επιτευχθεί ωστόσο ισορροπία μεταξύ της ανάγκης για ισχυρό και ασφαλές μοντέλο σταθερής ΚΑΕ και των χρηματοδοτικών δυνατοτήτων των διαχειριστών.

Ενώ η επιλογή κυμαινόμενης ΚΑΕ προσφέρει το πλεονέκτημα της αντιμετώπισης των συστημικών κινδύνων με τρόπο πολύ αποτελεσματικό και απλό, η επιλογή που συνδυάζει τα δύο συστήματα αναγνωρίζει ότι, εάν όλα τα ΑΚΧΑ υποχρεώνονταν να έχουν κυμαινόμενη ΚΑΕ, ίσως διαταρασσόταν η συνολική χρηματοδότηση της ευρωπαϊκής οικονομίας.

Ακόμη και αν η σταθερή ΚΑΕ με κατάλληλα αποθεματικά ασφαλείας αποτελεί τη «δεύτερη καλύτερη» εναλλακτική λύση σε σχέση με την κυμαινόμενη ΚΑΕ, ο προαναφερθείς συνδυασμός των δύο επιλογών μπορεί να συνιστάται, υπό αυστηρούς όρους, προκειμένου να διασφαλιστεί ότι η γενική πολιτική της κυμαινόμενης ΚΑΕ δεν θα προκαλέσει αδικαιολόγητη αναστάτωση στη συνολική βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση της ευρωπαϊκής οικονομίας.

Χάριν διαφάνειας της επιλεγείσας μεθόδου, οι διαχειριστές θα πρέπει να αυξήσουν τη διαφάνειά τους προς τους επενδυτές. Το ζήτημα των μαζικών «φυγών» κατόπιν υποβάθμισης της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας μπορεί να αντιμετωπιστεί μόνο με περιορισμό της χρήσης των αξιολογήσεων, τουλάχιστον στο επίπεδο του ταμείου.

Επιπτώσεις σε τρίτες χώρες

Οι εργασίες σχετικά με το σκιώδες τραπεζικό σύστημα είναι διεθνείς. Απαιτείται να εφαρμοστούν οι συστάσεις της IOSCO για τα ΑΚΧΑ, καθώς και η στήριξή τους από το FSB, σε κάθε χώρα του G20. Είναι ιδιαίτερα σημαντικό να εξασφαλιστεί ότι οι σχεδιαζόμενες μεταρρυθμίσεις σχετικά με τη ρευστότητα και τη σταθερότητα των ΑΚΧΑ εφαρμόζονται με ενιαίο τρόπο, προκειμένου να αποφευχθεί το ρυθμιστικό αρμπιτράζ και κάθε είδους διασυννοριακής μετάδοσης. Συνεπώς, οι επιλογές που διατηρούνται στην παρούσα εκτίμηση επιπτώσεων αντικατοπτρίζουν τις συστάσεις της IOSCO και το FSB.

Οι ΗΠΑ, ως η μεγαλύτερη αγορά ΑΚΧΑ στον κόσμο, απαιτεί ιδιαίτερη προσοχή. Οι δύο αγορές ΑΚΧΑ, στην Ευρώπη και στις ΗΠΑ, είναι αλληλένδετες. Τα ΑΚΧΑ με έδρα τις ΗΠΑ αποτελούν σημαντικούς επενδυτές σε μέσα χρηματαγοράς που εκδίδονται στην Ευρώπη. Αντίστροφα, τα ΑΚΧΑ με έδρα την ΕΕ αποτελούν σημαντικούς επενδυτές σε μέσα χρηματαγοράς που εκδίδονται στις ΗΠΑ. Τα ΑΚΧΑ και στις δύο πλευρές του Ατλαντικού αποτελούν σημαντική πηγή χρηματοδότησης όχι μόνο για τις εκδότριες επιχειρήσεις και τράπεζες στην ίδια ήπειρο αλλά και για τις οντότητες αυτές στην άλλη ήπειρο. Οι αρχές των ΗΠΑ έχουν επίσης αρχίσει μια διαδικασία μεταρρύθμισης των ΑΚΧΑ. Έχει αρχίσει στενός διάλογος με τις ΗΠΑ προκειμένου να ευθυγραμμιστούν οι επόμενες φάσεις της διαδικασίας θέσπισης κανόνων.

7. ΠΑΡΑΚΟΛΟΥΘΗΣΗ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ

Η εκ των υστέρων αξιολόγηση όλων των νέων νομοθετικών μέτρων αποτελεί προτεραιότητα για την Επιτροπή. Ο προσεχής κανονισμός θα υπόκειται επίσης σε πλήρη αξιολόγηση, προκειμένου να εκτιμηθεί, μεταξύ άλλων, ο βαθμός αποδοτικότητας και αποτελεσματικότητάς του όσον αφορά την επίτευξη των στόχων που παρουσιάζονται στην παρούσα έκθεση και να αποφασιστεί αν απαιτούνται νέα μέτρα ή τροποποιήσεις.

Από άποψη δεικτών και πηγών πληροφοριών που θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν κατά τη διάρκεια της αξιολόγησης, θα γίνει χρήση δεδομένων από διαφορετικές πηγές. Τα δεδομένα αυτά θα χρησιμοποιηθούν για την παρακολούθηση του επιπέδου ρευστότητας, των ειδών των περιουσιακών στοιχείων, των εκδοτών των περιουσιακών στοιχείων και των επενδυτών των ΑΚΧΑ. Με βάση αυτούς τους δείκτες θα είναι δυνατό να εξαχθούν συμπεράσματα σχετικά με τις επιπτώσεις της μεταρρύθμισης για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.