



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Τμήμα Χρηματοοικονομικής και
Τραπεζικής Διοικητικής

Π.Μ.Σ. στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση

Οι επιπτώσεις των οδηγιών 107/2001/ΕΚ και 108/2001/ΕΚ περί Ο.Σ.Ε.Κ.Α.

Ιανουάριος 2003

Όνομα: Σοφία Δουκιάτζακη
Επιβλέπων Καθηγητής: Επ. Καθ. Νικόλαος Φίλιππας

Περιεχόμενα

1. ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ Ο.Σ.Ε.Κ.Α.	σελ. 1
<i>Κριτήρια κατηγοριοποίησης των Ο.Σ.Ε.Κ.Α., θέσπιση ενιαίων κανόνων παρουσίασης των αποδόσεων τους και τυπολογία αυτών</i>	σελ. 4
<i>Υποχρεώσεις του διαχειριστή</i>	σελ. 6
<i>Τυπολογία των οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων</i>	σελ. 8
<i>Η Αξιολογική ταξινόμηση (rating) των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων</i>	σελ. 12
<i>Πλεονεκτήματα, δυσχέρειες και τρόποι επίλυσης αυτών κατά της άσκηση της συλλογικής διαχείρισης στα πλαίσια των Ο.Σ.Ε.Κ.Α.</i>	σελ. 13
2. ΣΗΜΑΣΙΑ ΚΑΙ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ	σελ. 17
<i>Νομικό πλαίσιο των αμοιβαίων κεφαλαίων και των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου</i>	σελ. 17
<i>Φορολογικό καθεστώς Α/Κ και Ε.Ε.Χ.</i>	σελ. 18
<i>Κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων</i>	σελ. 19
<i>Τα αμοιβαία κεφαλαία στο εξωτερικό</i>	σελ. 22
<i>Τα πλεονεκτήματα των αμοιβαίων κεφαλαίων</i>	σελ. 24
<i>Τα πλεονεκτήματα των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου</i>	σελ. 25
3. ΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΤΟ ΔΙΚΑΙΟ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ	σελ. 27
<i>Η ειδική νομοθετική ρύθμιση των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες βάση της οδηγίας 85/611/Ε.Ο.Κ.</i>	σελ. 28
<i>Η ολοκληρωμένη πορεία προς την τελική τροποποίηση της οδηγίας 85/611/Ε.Ο.Κ. αναφορικά με το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει τους Ο.Σ.Ε.Κ.Α.</i>	σελ. 32
<i>Οι τροποποιημένες οδηγίες σχετικά με την λειτουργία των Ο.Σ.Ε.Κ.Α.</i>	σελ. 33
4. ΓΕΝΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ	σελ. 64
<i>Επενδυτικές και διαχειριστικές αλλαγές</i>	σελ. 67
<i>Διαχείριση και διάθεση μεριδίων</i>	σελ. 68
<i>Επιπτώσεις σε ιδιώτες και επιχειρήσεις</i>	σελ. 78
<i>Προοπτικές του Ασφαλιστικού Συστήματος</i>	σελ. 81
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	σελ. 86

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΟΣΕΚΑ ...

Ο διαρκώς επιταχυνόμενος ρυθμός των δαπανών για την εξασφάλιση προϊόντων και υπηρεσιών και η έντονη πολυπλοκότητα των αλλαγών που καθημερινά λαμβάνουν χώρα στις Ευρωπαϊκές και Παγκόσμιες Χρηματαγορές είναι χαρακτηριστικά της εποχής μας η οποία χαρακτηρίζεται ίσως και η κρισιμότερη στην ιστορία των παγκόσμιων Χρηματαγορών.

Η παραπάνω διαπίστωση ενισχύεται σημαντικά από συγκεκριμένες τάσεις των καιρών αναφορικά με στοιχεία που σχετίζονται με α) την παγκοσμιοποίηση- η οποία με τη σειρά της έχει συμβάλλει σημαντικά στην δημιουργία ενός έντονου ανταγωνιστικού περιβάλλοντος, β) την ταχεία εξέλιξη των συστημάτων πληροφοριών και επικοινωνίας που ευνόησαν στην ελαχιστοποίηση του κόστους των συναλλαγών, γ) την παροχή κινήτρων προς ενίσχυση των καινοτομιών αναφορικά με τα διάφορα προϊόντα, και δ) την είσοδο του ενιαίου Ευρωπαϊκού νομίσματος το οποίο ,λόγω του περιορισμού του συναλλαγματικού κινδύνου, συμβάλλει καθοριστικά στην προσπάθεια δημιουργίας μιας ολοκληρωμένης Ευρωπαϊκής Χρηματαγοράς.

Το μέγεθος και η σπουδαιότητα των αλλαγών αυτών θέτουν επιπλέον τις βάσεις για την δημιουργία ενός ενιαίου συνόλου κανονισμών και διατάξεων απαραίτητων για την πορεία προς την ολοκλήρωση των Ευρωπαϊκών Χρηματαγορών. Κάτι τέτοιο είναι προφανές αφενός μεν λόγω του γεγονότος ότι όλα τα προκύπτοντα από την τμηματοποίηση της αγοράς εμπόδια θα προσπεραστούν, και αφετέρου λόγω του ότι ένας ενιαίος ευρωπαϊκός κανονισμός είναι αναγκαίος για την εναρμόνιση με τον ταχύτατο ρυθμό των τεχνολογικών αλλαγών και των αλλαγών της αγοράς, για την διαρκή προστασία των επενδυτών και την διατήρηση της σταθερότητας ολόκληρου του χρηματοοικονομικού συστήματος. Ωστόσο η σημαντικότερη πρόκληση είναι η εξασφάλιση της δυνατότητας αναφορικά με την διαρκή, ευέλικτη και άμεση προσαρμογή του ευρωπαϊκού νομοθετικού πλαισίου σε όλες τις μελλοντικές, αλλά απρόβλεπτες κατά το παρόν χρονικό διάστημα, εξελίξεις .

Η θέσπιση ενός αποτελεσματικού νομοθετικού συνόλου κανονισμών που θα καλύπτει την λειτουργία των αγορών χρήματος, κεφαλαίου και λοιπών χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στα πλαίσια της ενοποιημένης Ευρώπης αποτελεί μία προτεραιότητα ιδιαίτερα κρίσιμη. Κρίσιμη ως προς μία επιτυχή οικονομική μεταρρύθμιση με σκοπό την προώθηση της Ευρωπαϊκής οικονομικής ανάπτυξης. Κρίσιμη

τόσο για την ενδυνάμωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της παγκόσμιας Ευρωπαϊκής οικονομίας όσο και για την ανάδειξη της απεριόριστης δυναμικότητάς της. Κρίσιμη για την οριοθέτηση των υψηλών ρυθμών αποταμίευσης ο οποίος και επηρεάζει αρνητικά τον αναπτυσσόμενο τομέα των επιχειρήσεων. Κρίσιμη τέλος ως προς την δημιουργία ενεργών θέσεων εργασίας και σημαντικών κανονισμών αναφορικά με την προστασία των καταναλωτών.

Η δημιουργία λοιπόν μίας ανοικτής χρηματοοικονομικής αγοράς και αγοράς κεφαλαίου στα πλαίσια της Ενωμένης Ευρώπης –ως λογική συνέπεια της υιοθέτησης του ενιαίου Ευρωπαϊκού νομίσματος – αποτελεί πλέον αναμφισβήτητο γεγονός , ενώ η ίδια σε συνδυασμό με την ανάπτυξη του τομέα των πληροφοριών αποτελούν τα απαραίτητα ‘κομμάτια’ προς την ανάπτυξη της εσωτερικής αγοράς της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Υπό το πρίσμα της ταχείας ανάπτυξης που ο τομέας των συλλογικών επενδύσεων βίωσε κατά την διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας σε συνδυασμό με την αυξημένη σπουδαιότητα όλων των θεμάτων αναφορικά με τα ζητήματα Συλλογικών επενδύσεων ο Ο.Ο.Σ.Α. ανέλαβε την επεξεργασία ενός σχεδίου (project) με σκοπό την ανάλυση της εταιρικής διακυβέρνησης των θεμάτων Συλλογικών επενδύσεων στα πλαίσια των χωρών μελών. Το εν λόγω project έδινε ιδιαίτερη έμφαση, γενικότερα στην δομή των συλλογικών επενδύσεων, ειδικότερα ωστόσο, στους μηχανισμούς προστασίας των επενδυτών και στην αποφυγή συγκρούσεων των συμφερόντων αυτών.

Για την εξυπηρέτηση της ανάλυσης χρησιμοποιήθηκε ένα ευρύ φάσμα πληροφοριών καθότι, παρά το γεγονός του ότι οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων ορίζονται ως το σύνολο ενεργητικού όπου όλοι οι επενδυτές συμμετέχουν σε αυτό κατά το ποσοστό της επένδυσής τους, η καταστατική μορφή των Οργανισμών αυτών διαφέρει. Υφίστανται λοιπόν τρεις διαφορετικές δομές οργάνωσης των εν λόγω οργανισμών στις διάφορες χώρες και συγκεκριμένα:

- Οργανισμοί Συλλογικών επενδύσεων με την μορφή και τη δομή μεμονωμένων οργανισμών οι οποίοι παρουσιάζουν ξεχωριστή οντότητα και οι επενδυτές των οποίων αποτελούν τους μετόχους αυτών
- Οργανισμοί Συλλογικών επενδύσεων με την μορφή trust
- Οργανισμοί Συλλογικών επενδύσεων που αποτελούν ‘συμβόλαια’ βάσει των οποίων ο διαχειριζόμενος τις επενδύσεις επενδύει τα κεφάλαια για λογαριασμό το τελικού επενδυτή.

Η ύπαρξη και των τριών καταστατικών μορφών στην ίδια χώρα αποτελεί χαρακτηριστικό μερικών και μόνο χωρών, ενώ η πλειοψηφία αυτών επιτρέπει την ύπαρξη και λειτουργία μίας μόνο καταστατικής μορφής των εν λόγω οργανισμών.

Η νομική μορφή των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων αποτελεί ένα μόνο παράγοντα αναφορικά με το καθεστώς διακυβέρνησης των οργανισμών αυτών. Ωστόσο άλλοι σημαντικοί παράγοντες όπως τα βιομηχανικά standards και ο ανταγωνισμός της αγοράς αποτελούν στοιχεία τα οποία διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στο σχηματισμό των πλαισίων διακυβέρνησης των οργανισμών αυτών. Ακολουθώντας κάποιο είδος λειτουργικής προσέγγισης μπορούμε να διαχωρίσουμε τα συστήματα διακυβέρνησης των οργανισμών αυτών βάσει α) του Αμερικάνικου συστήματος Αμοιβαίων Κεφαλαίων όπου κάποια άτομα που ενεργούν ως "ανεξάρτητοι συντονιστές" κρατούν τον ρόλο κλειδί αναφορικά με τον έλεγχο της σωστής λειτουργίας του κεφαλαίου προς εξυπηρέτηση των συμφερόντων των επενδυτών β) των Ευρωπαϊκών συστημάτων και συγκεκριμένα αυτών που καλύπτονται από τα άρθρα της οδηγίας 611/1985 και των τροποποιήσεων αυτής ,σχετικά με επενδύσεις στους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες.

Η οδηγία αναφορικά με τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε κινητές αξίες υιοθετήθηκε από το Συμβούλιο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων το 1985. Η προσπάθεια του Συμβουλίου εστιάστηκε στην προώθηση των διασυννοριακών δραστηριοτήτων του τομέα των συλλογικών επενδύσεων, μεταξύ των κρατών-Μελών ,μέσω της ομοιογένειας του προς επένδυση προϊόντος. Η οδηγία βρίσκεται σήμερα σε ισχύ, και οι οργανισμοί που πληρούν τις προϋποθέσεις που προβλέπονται από αυτήν, θεωρούνται νομικά ικανοί σχετικά με την διάθεση των μονάδων τους στο ευρύτερο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Κοινότητας. Ωστόσο η διαπραγμάτευση των μονάδων των ΟΣΕΚΑ μεταξύ κάποιων κρατών μελών απαιτεί προηγούμενη ενημέρωση των υπολοίπων κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Βάσει της ισχύουσας οδηγίας οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες είναι εκείνοι οι οποίοι συγκεντρώνουν τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

- Μοναδικό σκοπό αυτών αποτελεί η επένδυση ,σε κινητές αξίες, κεφαλαίων που συγκεντρώνουν από το κοινό, προσφέροντας στο κοινό αυτό τα μερίδιά τους. Η εν λόγω επένδυση γίνεται βάσει της αρχής της κατανομής των κινδύνων, σύμφωνα με την οποία η επένδυση διοχετεύεται, κατά μικρά ποσοστά, σε τίτλους από πολλούς και ποικίλους εκδότες.
- Είναι υποχρεωμένοι, μετά από αίτηση του κοινού, να εξαγοράσουν ή να εξοφλήσουν, άμεσα ή έμμεσα , τα μερίδια, στην πραγματική τους αξία και εις βάρος του ενεργητικού τους (στην αξία δηλαδή που αντιστοιχεί στην καθαρή αξία του ενεργητικού τους).Με την δυνατότητα εξαγοράς

ή εξόφλησης, εξομοιώνεται και η δυνατότητα διάθεσης των μεριδίων στο χρηματιστήριο, σε τιμή που να μην αποκλίνει αισθητά από την πραγματική τους αξία.

Κριτήρια κατηγοριοποίησης των ΟΣΕΚΑ, θέσπιση ενιαίων κανόνων παρουσίασης των αποδόσεών τους και τυπολογία αυτών.

Ως γνωστόν η ανάπτυξη του κλάδου των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων υπήρξε ραγδαία κατά την διάρκεια των τελευταίων ετών. Η διαφοροποίηση ωστόσο αυτών βασίζεται σε ορισμένους κανόνες οι οποίοι εφαρμόζονται κατά περίπτωση. Τούτο σε συνδυασμό με την διαφορετικότητα της φύσης εκάστου οργανισμού από τους εν λόγω εξεταζόμενους, οδηγεί στην θέσπιση ιδίων κατά περίπτωση κανόνων ,και επιτρέπει την κατάταξη αυτών σε διαφορετικές κατηγορίες ανάλογα με τα κοινά τους χαρακτηριστικά.

Βασικότερο πλεονέκτημα της εν λόγω κατηγοριοποίησης θεωρείται η δημιουργία ενός μέτρου συγκρισιμότητας των διαφόρων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων με κοινά χαρακτηριστικά, με σκοπό την διευκόλυνση των διαφόρων επενδυτών ,την δυνατότητα πολλαπλών επιλογών τους, και την επιμόρφωση αυτών.

Η προσπάθεια σχετικά με τον έλεγχο και την σύγκριση των διαδικασιών ως την λειτουργία των εν λόγω οργανισμών δεν εστιάζεται ωστόσο αποκλειστικά και μόνο στην ανάλυση του τύπου εκάστου οργανισμού ,αλλά και στο υπολογισμό της απόδοσής του. Προκειμένου η επιλογή του κάθε επενδυτή να βασίζεται σε αντικειμενικά κριτήρια, η διενέργεια του παραπάνω αναφερόμενου υπολογισμού θα πρέπει να λαμβάνει χώρα με όμοιους κατά περίπτωση κανόνες.

Μία πρώτη προσπάθεια κατηγοριοποίησης των εν λόγω οργανισμών και ειδικότερα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων επιχειρήθηκε στις αρχές του 1999 από την FEFSI η οποία αντιπροσωπεύει τον κλάδο των ΟΣΕΚΑ σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Η προσπάθεια αυτή εστιάστηκε στην υιοθέτηση συγκεκριμένων κανόνων συμπεριφοράς σχετικά με την παρουσίαση των αποδόσεων ,και παράλληλα στην κατηγοριοποίηση των επενδυτικών οργανισμών. Οι συγκεκριμένοι κανόνες συμπεριφοράς είναι δεσμευτικοί για τα εθνικά σωματεία ή τις ενώσεις που εκπροσωπούν τον κλάδο των συλλογικών επενδύσεων στο έδαφός τους, και κατ' επέκταση για όλα τα μέλη αυτών των ενώσεων και σωματείων δηλαδή τις εταιρείες διαχείρισης και επενδύσεων. Οι τελευταίες ωστόσο διέπονται από συγκεκριμένα νομοθετικά καθεστώτα η ισχύς των οποίων είναι εγκυρότερη από τις αντίστοιχες-στο επίπεδο της FEFSI- ρυθμίσεις.

Δύο βασικά κριτήρια υιοθετήθηκαν από την FEFSI αναφορικά με την περιγραφόμενη κατηγοριοποίηση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Συγκεκριμένα τα εν λόγω κριτήρια σχετίζονται

α) με την γεωγραφική κατανομή του ενεργητικού των οργανισμών αυτών οπότε και αναφερόμαστε σε αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού, Ευρωπαϊκά, ζώνης Ευρώ και Global και

β) με την έκθεση αυτών στους κινδύνους της αγοράς όπου η διάκριση πραγματοποιείται βάσει του περιεχομένου του ενεργητικού των Α/Κ και αφορά μετοχές, μικτές επενδύσεις, μέσα χρηματαγοράς, και τίτλους σταθερού εισοδήματος.

Τα μετοχικά Α/Κ περιλαμβάνουν βάσει της κατηγοριοποίησης στο ενεργητικό τους μετοχικούς τίτλους εισηγμένους σε κάποιο Χρηματιστήριο σε ποσοστό τουλάχιστον 65%, ενώ το υπόλοιπο ποσοστό τους βρίσκεται σε βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις. Τα ομολογιακά Α/Κ (τα οποία μέχρι πρότινος αναφέρονταν ως Α/Κ Σταθερού Εισοδήματος) επενδύουν τουλάχιστον το 65% του ενεργητικού τους σε Ομόλογα και Ομολογίες μικρότερης ή μεγαλύτερης χρονικής διάρκειας. Το σύνολο των επενδύσεων του Α/Κ σε μετοχές δεν θα πρέπει να ξεπερνά το 10% του συνολικού ενεργητικού του.

Το Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων επενδύει αντίστοιχα (τουλάχιστον κατά 65%) σε εργαλεία της χρηματαγοράς τα οποία έχουν πολύ μικρή διάρκεια, και σε σταθερούς τίτλους που συνήθως δεν ξεπερνούν τους έξι (6) μήνες. Η συνολική τροποποιημένη διάρκεια (modified duration) του οργανισμού δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το 1,0. Διαφορετικά το Α/Κ εντάσσεται στην έννοια των οργανισμών που επενδύουν σε ομόλογα και ομολογίες. Η τροποποιημένη διάρκεια αποτελεί λοιπόν άλλο ένα κριτήριο αναφορικά με την τελευταία διάκριση μεταξύ των Α/Κ διαχείρισης διαθεσίμων και των ομολογιακών.

Τα μικτά Α/Κ αποτελούν προϊόντα μεταξύ των Ομολογιακών και Μετοχικών Α/Κ καθώς ακολουθούν ισορροπημένη τακτική στις τοποθετήσεις τους χωρίς να τίθενται σχετικά όρια. Ωστόσο μία επένδυση του εν λόγω οργανισμού σε ποσοστό άνω του 65% σε μετοχές ή αντίστοιχα σε ομόλογα και ομολογίες καθιστά αυτόν σε οργανισμό μετοχικού ή ομολογιακού τύπου.

Αναφορικά με τα γεωγραφικά κριτήρια κατηγοριοποίησης των διαφόρων οργανισμών, αναφέρουμε ότι τα τελευταία καθορίζονται ως εξής:

- Με βάση την εθνικότητα του εκδότη- αφορά τα μετοχικά και τα μικτά Α/Κ.

- Με βάση ιστορικά στοιχεία συγκρισιμότητας των αποδόσεων (πριν την ημερομηνία μετατροπής σε ευρώ) ως προς την έκθεση σε νόμισμα-αφορά τα ομολογιακά Α/Κ και τα αντίστοιχα διαχείρισης διαθεσίμων. Ως προς τα πρώτα η έκθεση έως τώρα επιβάλλετο να ήταν ελάχιστη, ενώ ως προς τα δεύτερα δεν επιτρεπόταν η έκθεση σε άλλο νόμισμα

Η ονοματολογική αυτή κατάταξη των αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση την κατηγοριοποίηση της FEFSI παρουσιάζει ωστόσο ένα σημαντικό μειονέκτημα: Υφίστανται οργανισμοί οι οποίοι δεν κατατάσσονται σε καμία από τις παραπάνω κατηγορίες όπως τα Venture Capital Funds, τα Real Estate Funds, Αμοιβαία κεφάλαια που δημιουργήθηκαν προς την εξυπηρέτηση συγκεκριμένου σκοπού, οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων κλειστού τύπου, Αμοιβαία Κεφάλαια εγγυήσεων κ.λ.π. Πρέπει τέλος να επισημανθεί ότι η εν λόγω κατηγοριοποίηση θεωρητικά καταλαμβάνει-εκτός από τα αμοιβαία κεφάλαια – και τις εταιρείες επενδύσεων, και γενικότερα όλους τους επενδυτικούς οργανισμούς δηλαδή τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, υπό την ευρεία ωστόσο έννοια.

Η επιτακτική ανάγκη σχετικά με την ορθή παρουσίαση των αποδόσεων των επενδυτικών οργανισμών με σκοπό την επιτυχία άμεσης συγκρισιμότητας των αποδόσεων αυτών ,την διευκόλυνση των επενδυτών αναφορικά με την πλήρη κατανόηση του ύψους της απόδοσης του οργανισμού όπου επέλεξαν να επενδύσουν, την υιοθέτηση ενός καθεστώτος υγιούς ανταγωνισμού ,και την αντικειμενική αξιολόγηση των διαχειριστών οδήγησε την FEFSI στην θέσπιση δεσμευτικού- ως προς τα μέλη της – κώδικα συμπεριφοράς.

Ο εν λόγω κώδικας περιέχει ειδικούς κανόνες και κώδικες συμπεριφοράς τόσο αναφορικά με τον διαχειριστή όσο και με άλλες υπηρεσίες καταμέτρησης της απόδοσης και λοιπά πρόσωπα που εκφέρουν κρίσεις ως προς τις αποδόσεις.

Ειδικότερα:

Υποχρεώσεις του διαχειριστή

- Οι ενδείξεις «όλες οι παρελθούσες αποδόσεις δεν είναι απαραίτητα οδηγός για τις αντίστοιχες μελλοντικές» και β) «η αξία της επένδυσης ή η απόδοσή της ενδέχεται να αυξηθεί ή να μειωθεί και δεν αποκλείεται ο επενδυτής να μη λάβει το επενδύόμενο ποσό κατά την έξοδό του» θα πρέπει να συνοδεύουν την κάθε παρουσίαση.

- Η παροχή κάποιου στοιχείου ιστορικής απόδοσης σχετικά με κάποιο επενδυτικό οργανισμό πρέπει να γίνεται μετά τον υπολογισμό της απόδοσης συγκριτικά με κάποια περίοδο η οποία θα είναι ίση ή μεγαλύτερη από την περίοδο που λαμβάνεται ως βάση για την επενδυτική πολιτική του οργανισμού, και τον επενδυτικό ορίζοντα του επενδυτή π.χ. 2,3 ή 5 έτη, εκτός από τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων διαχείρισης διαθεσίμων.
- Η χρήση κρίσιμων και σε ισχύ στοιχείων μίας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου είναι απαραίτητη για την παρουσίαση της απόδοσης της περιόδου αυτής. Η ημερομηνία της αξίας του καθαρού ενεργητικού, η οποία και θα έχει ληφθεί ως βάση για τον υπολογισμό θα πρέπει να ανακοινώνεται
- Η απόδοση για περίοδο μικρότερη του έτους δεν θα πρέπει να ετησιοποιείται. Ομοίως η απόδοση δεν θα πρέπει να επεκτείνεται σε μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.
- Η απόδοση συγκεκριμένου οργανισμού συλλογικών επενδύσεων δεν θα πρέπει να χρησιμοποιείται από πρόθεση, για την παράσταση άλλων προϊόντων, ή για την κατάταξη της συνολικής κατάταξης του φορέα που προωθεί τον εν λόγω οργανισμό στο κοινό, χωρίς την πλήρη ανακοίνωση των άλλων υπό διαχείριση από τον ίδιο φορέα τέτοιων οργανισμών.
- Ο διαχειριστής θα πρέπει να επιτρέπει την πρόσβαση των υπηρεσιών καταμέτρησης της απόδοσης στις πληροφορίες που αφορούν τους υπό διαχείριση οργανισμούς για την σύγκριση των αποδόσεων. Οι πληροφορίες αυτές περιλαμβάνουν λεπτομέρειες ως προς τις επενδυτικές επιδιώξεις του διαχειριστή, την επενδυτική πολιτική των οργανισμών, τα στοιχεία για την καθαρή αξία του ενεργητικού και τα λοιπά σχετικά ζητήματα καθώς και τις εξαγορές, τα ποσά των προμηθειών διάθεσης, εξαγοράς και διαχείρισης και λεπτομέρειες για κάθε έκτακτο γεγονός όπως π.χ. συγχωνεύσεις εξαγορές (takeover) κ.λ.π.
- Ο διαχειριστής επίσης πρέπει να βεβαιώνει ότι κάθε οργανισμός έχει τεθεί στη σωστή κατηγορία, κατά τρόπο ώστε η κατάταξη αυτή να αντανακλά την επενδυτική πολιτική του, και ότι παρέχονται συγκρίσιμες πληροφορίες σε σχέση με τους αυτούς οργανισμούς της αυτής κατηγορίας.
- Η καταγωγή, η περίοδος απόδοσης που καλύπτεται, και η ημερομηνία δημοσίευσης οποιασδήποτε κατάταξης ή βράβευσης σε σχέση με οποιοδήποτε επενδυτικό οργανισμό, θα πρέπει να δημοσιοποιείται πλήρως μαζί με την σημείωση ότι οι παρελθούσες αποδόσεις δεν

είναι απαραίτητα οδηγός για τις μελλοντικές και ότι η αξία της επένδυσης ή η απόδοσή της ενδέχεται να αυξηθεί ή να μειωθεί χωρίς να αποκλείεται η μη λήψη του επενδύομένου ποσού του επενδυτή από τον ίδιο κατά την έξοδο του.

Τυπολογία των οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων

Η επένδυση στους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων περικλείει σημαντικούς κινδύνους οι οποίοι με την σειρά τους διαφέρουν μεταξύ τους ανάλογα με την επενδυτική πολιτική εκάστου οργανισμού και συνακόλουθα ανάλογα με την κατηγορία στην οποία εντάσσεται ο κάθε οργανισμός.

Στην πράξη μπορούμε να συναντήσουμε οργανισμούς υψηλού αλλά και αντίστοιχους χαμηλού κινδύνου, ενώ χαρακτηριστικό παράδειγμα της πρώτης κατηγορίας αποτελούν τα λεγόμενα Hedge Funds. Πρόκειται στην ουσία για οργανισμούς μη εγκεκριμένους, οι οποίοι και δεν υπόκεινται σε περιορισμούς αναφορικά με την επένδυση των διαθέσιμων τους και οι οποίοι δεν υποχρεούνται σε ανακοινώσεις των επενδύσεων ή της απόδοσής τους, παρά μόνο στο βαθμό που κάτι τέτοιο έχει συμφωνηθεί ή παρέχεται.

Τα hedge funds προβαίνουν σε επενδύσεις υψηλού κινδύνου, η δε αποτίμηση των μεριδίων τους δεν στηρίζεται σε συγκεκριμένους κανόνες. Επομένως είναι αδύνατον για τους επενδυτές να υπολογίζουν την αξία της επένδυσής τους την κάθε στιγμή. Οι εν λόγω οργανισμοί απευθύνονται σε συγκεκριμένους και μόνο επενδυτές, καθότι η συμμετοχή σε αυτούς απαιτεί ελάχιστη συμμετοχή η οποία κυμαίνεται σε σχετικά υψηλά επίπεδα για ένα μέσο επενδυτή, ενώ η απόδοσή τους και οι κίνδυνοι που παρουσιάζουν οι συμμετοχές σε αυτούς ποικίλλουν ανάλογα με την επενδυτική συμπεριφορά του οργανισμού.

Ως οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων υψηλού κινδύνου χαρακτηρίζονται και τα λεγόμενα venture capital funds τα οποία επενδύουν το ενεργητικό τους σε κινητές αξίες εταιρειών που παρουσιάζουν προοπτικές ανάπτυξης και τα οποία επιτελούν την χρηματοδοτική λειτουργία πολλών μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Με τον τρόπο αυτό αποκτούν σημαντική συμμετοχή στο κεφάλαιο των οργανισμών αυτών μετέχοντας κατά ένα ποσοστό και στη διοίκηση αυτών.

Ωστόσο κατά την λειτουργία των οργανισμών αυτών ανακύπτουν σημαντικές δυσχέρειες ως προς την ασφαλή αποτίμηση των επενδύσεών τους την οποιαδήποτε χρονική στιγμή, και οι οποίες προκαλούν συχνά περιορισμούς ως προς την έξοδο από τον οργανισμό. Η έξοδος επιτρέπεται

αποκλειστικά και μόνο σε συνάρτηση με την διενέργεια αποτίμησης των στοιχείων του ενεργητικού του οργανισμού, προκειμένου να αποφευχθούν ανεπιθύμητες καταστάσεις όπως η ρευστοποίηση σε πολύ χαμηλή τιμή (δυσμενής συνέπεια για τον οργανισμό) ή η απώλεια ενός σημαντικού χρηματοδότη (δυσμενής συνέπεια για την επιχείρηση).

Σε γενικές πάντως γραμμές οι εν λόγω οργανισμοί λειτουργούν ως κλειστού τύπου και απευθύνονται σε μικρό αριθμό εξειδικευμένων επενδυτών. Οι πρόσοδοι από την ρευστοποίηση των επενδύσεων του οργανισμού διανέμονται σταδιακά στους μετόχους ή μεριδιούχους του ανάλογα με το ύψος της συμμετοχής τους έως την διάλυση του οργανισμού. Με σκοπό την έλλειψη ρευστότητας της συμμετοχής σε venture capital fund, προβλέπεται, ορισμένες φορές, η συμμετοχή των μετοχών ή μεριδίων του στο Χρηματιστήριο, ενώ αντίστροφα η είσοδος στον οργανισμό θα πρέπει να συνδυάζεται με την πραγματοποίηση από αυτόν επενδύσεων σε επιχείρηση. Εάν αντίθετα η αξία της συμμετοχής του επενδυτή διατηρηθεί σε ρευστά διαθέσιμα, για μεγάλη χρονική περίοδο, ο επενδυτής δικαιούται να λάβει μέρος στα μελλοντικά εισοδήματα του οργανισμού από τις λοιπές επενδύσεις του, χωρίς η συμμετοχή του να έχει αποδώσει αντίστοιχα εισοδήματα που θα απολαμβάνουν και οι λοιποί μεριδιούχοι ή μέτοχοι του οργανισμού. Θα πρέπει πάντως να τονιστεί ότι η έλλειψη ασφαλούς μεθόδου αντικειμενικής αποτίμησης των στοιχείων του ενεργητικού των venture capital funds ενδέχεται να δημιουργήσει ζήτημα στο μέτρο που η μεταγενέστερη της αρχικής σύστασης του οργανισμού είσοδος σε αυτόν, δημιουργεί πεδίο αμφισβήτησης της αντικειμενικότητας της αποτίμησης με βάση την οποία καθορίζεται η τιμή διάθεσης των νέων μετοχών ή μεριδίων, εκ μέρους των παλαιών μετόχων ή μεριδιούχων. Και τούτο διότι οι τελευταίοι θα μοιράζονται πλέον τις προσόδους του οργανισμού με τους νέους ενώ παράλληλα θα εκτιμούν ότι η τιμή διάθεσης των μετοχών ή μεριδίων είναι υπερβολικά χαμηλή. Με άλλα λόγια η απόλυτη τήρηση της αρχής της ίσης μεταχείρισης των μεριδιούχων ή μετόχων του οργανισμού ενδέχεται να προϋποθέτει την είσοδό τους στον οργανισμό την ίδια χρονική στιγμή. Εάν ωστόσο ανακύψει ανάγκη εισροής νέων κεφαλαίων στον οργανισμό, η έκδοση νέων μετοχών ή μεριδίων του είναι απαραίτητη.

Τα properties funds (real estate funds) έχουν ως αποκλειστικό σκοπό την παροχή στους μεριδιούχους της δυνατότητας συμμετοχής στα κέρδη από προσόδους τα οποία και προκύπτουν από την απόκτηση, την κατοχή, την διαχείριση ή διάθεση ακίνητης περιουσίας. Το ενεργητικό των εν λόγω οργανισμών απαρτίζεται από ακίνητα ή από άλλα πράγματα που σχετίζονται με ακίνητα ή από κινητές αξίες οι οποίες εκδίδονται από εταιρείες ή οργανισμούς που επενδύουν σε ακίνητα. Η επένδυση σε κινητές αξίες δεν δύναται να υπερβαίνει συγκεκριμένο ποσοστό επί της αξίας του ενεργητικού. Η συμμετοχή σε εταιρεία η οποία έχει επενδύσει μεγάλο μέρος του ενεργητικού της

σε ακίνητα κατά ένα μεγάλο ποσοστό, στην ουσία ισοδυναμεί με απόκτηση ακινήτου κατά έμμεσο τρόπο.

Η λειτουργία των properties funds εμφανίζει ιδιαίτερα προβλήματα, τα οποία πηγάζουν κυρίως από την φύση των στοιχείων του ενεργητικού τους. Καταρχήν στην περίπτωση υποβολής αίτησης εξαγοράς των μεριδίων (όταν ο οργανισμός είναι ανοικτού τύπου), και εφόσον ο οργανισμός δεν διαθέτει μετρητά, είναι υποχρεωμένος να εκποιήσει ακίνητο ή άλλο περιουσιακό στοιχείο του ενεργητικού του. Η εν λόγω ενέργεια δεν αποκλείεται ωστόσο να απαιτήσει σημαντικό χρονικό διάστημα. Από την άλλη πλευρά η αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού του οργανισμού σε ακίνητη περιουσία, είναι αδύνατο να επιτελείται σε καθημερινή βάση, καθότι κάτι τέτοιο δεν κρίνεται πρακτικά σκόπιμο και επιπλέον μπορεί να δημιουργήσει περιττά έξοδα.

Σημαντική επίσης κατηγορία αποτελούν τα feeder funds τα οποία θεωρούνται ως οργανισμοί οι οποίοι ως αποκλειστικό σκοπό τους έχουν την επένδυση με απόκτηση, κατοχή, διαχείριση ή διάθεση μεριδίων ενός άλλου οργανισμού συλλογικών επενδύσεων. Έτσι τα feeder funds προβαίνουν σε επένδυση σε, περισσότερους του ενός, οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, χωρίς ωστόσο να έχουν την δυνατότητα επένδυσης σε άλλο fund of fund ή σε τμήμα ενός umbrella fund που είναι fund of funds.

Με άλλα λόγια το εν λόγω σχήμα επιτρέπει σε έναν οργανισμό να απευθύνεται σε περισσότερες της μίας κατηγορίας επενδυτών ή σε επενδυτές διαφόρων χωρών, με οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων διαφορετικών μορφών. Ομοίως παρέχει την δυνατότητα προσφοράς άμεσης συμμετοχής των επενδυτών σε οργανισμό συλλογικών επενδύσεων δια μέσου άλλου οργανισμού.

Τα umbrella funds αποτελούνται από χωριστά τμήματα, που συνιστούν αυτοτελείς ομάδες περιουσίας και παρέχουν στους μεριδιούχους δικαίωμα ανταλλαγής των μεριδίων ενός τμήματος με μερίδια άλλου τμήματος. Τα τμήματα αυτά διαθέτουν ίδιο ενεργητικό, ίδιο κανονισμό κ.λ.π., διαφοροποιούνται δε στην πράξη, συνήθως ως προς την σύνθεση του ενεργητικού τους, το βαθμό κινδύνου, τα γεωγραφικά κριτήρια κ.λ.π. Αυτή η διαφοροποίηση συνιστά και το βασικό πλεονέκτημα των umbrella funds. Στις μεταξύ των επενδυτών σχέσεις, κάθε τμήμα θεωρείται ως ανεξάρτητη μονάδα περιουσίας (οργανισμός) και διέπεται από χωριστή ρύθμιση για το σύνολο των επιμέρους οργανισμών. Επομένως:

- Τα umbrella funds συνιστούν ενιαία νομική οντότητα (ενιαίο ενεργητικό, ενιαία συστατικά έγγραφα, ενιαία ευθύνη)

- Το ενεργητικό τους οργανώνεται βάσει διαφορετικών χαρτοφυλακίων τα οποία αποτελούν χωριστά τμήματα, και τα οποία διαφοροποιούνται βάσει της επενδυτικής πολιτικής που αντιπροσωπεύουν
- Ως προς τις σχέσεις μεταξύ των επενδυτών, κάθε τμήμα θεωρείται ως αυτοτελής οντότητα.

Τα πλεονεκτήματα που παρέχει το εν λόγω σχήμα είναι τα ακόλουθα:

- Παρέχει την δυνατότητα οργάνωσης του οργανισμού συλλογικών επενδύσεων με εκμετάλλευση την δυνατότητα ένταξης διαφόρων αυτοτελών οντοτήτων σε μία ενιαία νομική οντότητα.
- Διευκολύνει την δημιουργία μεγάλων χρηματοοικονομικών μονάδων.
- Παρέχει στους επενδυτές δυνατότητα επιλογής μεταξύ διαφόρων επενδυτικών στόχων στο πλαίσιο μιας ενιαίας οντότητας. Επιτρέπει επιπρόσθετα την μετακίνηση σε εξειδικευμένα χαρτοφυλάκια, εάν ο επενδυτής επιθυμεί να μεταβάλει τα χαρακτηριστικά της επένδυσής του δίχως την καταβολή προμήθειας, απόκτησης ή εξαγοράς.

Τα multi class funds είναι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων ανοικτού τύπου οι οποίοι εκδίδουν μετοχές ή μερίδια διαφόρων κατηγοριών, με βάση τα δικαιώματα των δικαιούχων τους ως προς την διανομή μερίσματος, το δικαίωμα ψήφου, τα διάφορα προνόμια ή τις προμήθειες. Τα δικαιώματα αυτά μπορεί να διαφέρουν και με κριτήριο τα πρόσωπα στα οποία απευθύνονται οι μετοχές ή τα μερίδια, δηλαδή θεσμικούς ή ιδιώτες επενδυτές, οπότε και δημιουργούνται κατηγορίες μετοχών ή μεριδίων για θεσμικούς ή ιδιώτες επενδυτές. Το βασικό τους πλεονέκτημα εντοπίζεται αφενός μεν στην δυνατότητα προσαρμογής τους στις επενδυτικές επιδιώξεις διαφόρων κατηγοριών επενδυτών, αφετέρου δε στις οικονομίες κλίμακας που επιτυγχάνονται με την δημιουργία διαφόρων κατηγοριών μετοχών ή μεριδίων.

Επιπρόσθετες των κατηγοριών που παραπάνω αναφέραμε αποτελούν οι εξωχώριοι (off shore) οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων με έδρα τα channel islands, τα fonds communs de creances, η σύσταση των οποίων προβλέπεται από την γαλλική και βελγική νομοθεσία, η SICAV η οποία συνιστά Ανώνυμη εταιρεία με κύριο αντικείμενο την διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών, και τα cloning funds τα οποία και σχηματίζονται με την οργάνωση δύο ή περισσότερων νομικά αυτοτελών οργανισμών συλλογικών επενδύσεων με παρόμοιες επενδυτικές επιδιώξεις και πολιτική.

Από τις παραπάνω αναλύσεις συνάγεται ότι η οποιαδήποτε προσπάθεια απομόνωσης, ως αντικειμένου επιστημονικής έρευνας και μελέτης, ενός εθνικού νομικού συστήματος που διέπει την συλλογική διαχείριση, ως χρηματοοικονομική δραστηριότητα, ή τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, ως μέσα επένδυσης ή χρηματοδότησης, αναπόφευκτα θα οδηγούσε σε αποσπασματική και ελλειπτική ανάπτυξη. Οι αλληλεπιδράσεις όλων των πρακτικών που παρατηρούνται σε εθνικό επίπεδο, είναι τόσο σημαντικές, ώστε να τείνουν στην προσέγγιση των επιμέρους νομοθετικών ρυθμίσεων. Εξάλλου ο θεσμός των συλλογικών επενδύσεων ξεκίνησε στις Η.Π.Α, στην συνέχεια δε εισήλθε στην Ευρώπη, προσαρμοσμένος στην Ευρωπαϊκή φιλοσοφία και στη δομή των ευρωπαϊκών αγορών. Από την άλλη πλευρά η ενοποίηση της ευρωπαϊκής αγοράς, ως πρωταρχικός στόχος της Ευρωπαϊκής Ένωσης κατευθύνει προς μία αντίστοιχη ενοποίηση των βασικών κανόνων λειτουργίας οργανισμών συλλογικών επενδύσεων συγκεκριμένων μορφών, με την προοπτική αυτοί να αποτελέσουν αντικείμενο διασυνοριακής διάθεσης. Τα τελευταία δε έτη εκδηλώθηκε η πρόθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με την προώθηση της ελεύθερης παροχής υπηρεσιών της συλλογικής διαχείρισης κατά το παράδειγμα της απελευθέρωσης των ασφαλιστικών, τραπεζικών, και επενδυτικών υπηρεσιών.

Από την άλλη πλευρά, η επέκταση του θεσμού της συλλογικής διαχείρισης εκδηλώνεται και σε άλλους τομείς οι οποίοι επωφελούνται των πλεονεκτημάτων των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων. Ως πλέον χαρακτηριστικό παράδειγμα προβάλλει ο τομέας των συντάξεων, με την χρησιμοποίηση των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων ως μέσο επίλυσης του συνταξιοδοτικού προβλήματος. Αντίστροφα οι γενικές ρυθμίσεις των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών επηρεάζουν και τις αντίστοιχες των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων. Οι τεχνολογικές εξελίξεις ειδικότερα, και ιδίως η ανάπτυξη των ηλεκτρονικών δικτύων παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και του ηλεκτρονικού εμπορίου, δημιουργούν εντελώς νέες καταστάσεις και δεδομένα.

Η Αξιολογική ταξινόμηση (rating) των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων.

Αναφορικά με την ταξινόμηση των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων έχει διαπιστωθεί ότι αυτή μπορεί να λάβει χώρα και βάσει αξιολογικών κριτηρίων. Μία τέτοιου είδους ταξινόμηση θα αντανάκλα την ικανότητα του οργανισμού σχετικά με την ικανοποίηση των επιδιώξεων του επενδυτή και την πραγμάτωση αυτών. Η αξιολογική ταξινόμηση (rating) των επενδυτικών οργανισμών παρέχει στους επενδυτές αναλυτικά στατιστικά στοιχεία, τα οποία εκφράζουν όχι μονάχα την κατάσταση του οργανισμού σε δεδομένη χρονική στιγμή, αλλά και τις μελλοντικές προοπτικές του εν λόγω οργανισμού.

Οι επενδυτικοί οργανισμοί υπόκεινται στους εξής κινδύνους :

- Τον κίνδυνο της αγοράς
- Τον κίνδυνο μη τήρησης των υποχρεώσεων του διαχειριστή
- Τον κίνδυνο μη τήρησης των υποχρεώσεων του θεματοφύλακα

Από τους εν λόγω κινδύνους, ο πρώτος αποκλειστικά σχετίζεται με την κατηγορία στην οποία έχει ενταχθεί ο οργανισμός συλλογικών επενδύσεων, ενώ οι άλλοι εντοπίζονται στην σφαίρα της καταλληλότητας του διαχειριστή ή του θεματοφύλακα, και είναι κοινοί σε όλους τους οργανισμούς ανεξάρτητα από την κατηγορία στην οποία οι τελευταίοι ανήκουν.

Η αξιολόγηση των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων απολήγει στην έκφραση γνώμης αναφορικά με την ποιότητα της διαχείρισης. Βάσει των δεδομένων στοιχείων, λαμβάνει υπόψη την χρηματοοικονομική κατάσταση της διαχειρίστριας εταιρείας, την δομή της εξουσίας σε αυτήν, την φήμη και την επιχειρηματική πρακτική της, στην οποία και περιλαμβάνονται τα κατ' ιδίαν προϊόντα, η αποτίμηση, η προώθησή τους και η διανομή τους. Επεκτείνεται επίσης στην νομότυπη λειτουργία της εταιρείας και στους ελέγχους, οι οποίοι με την σειρά τους οφείλονται σε δημοσιοποιημένες πληροφορίες. Τέλος καλύπτει και την ποιότητα των υπηρεσιών του θεματοφύλακα.

Η αξιολόγηση των επενδυτικών οργανισμών παρουσιάζεται ως ιδιαίτερα κρίσιμη για λόγους marketing ιδίως σε διασυνοριακό επίπεδο. Πρέπει ωστόσο εξίσου να συνεκτιμηθεί ότι η εν λόγω αξιολόγηση παρουσιάζει μειωμένη σημασία για τους οργανισμούς οι οποίοι υπόκεινται σε εποπτεία και επενδύουν σε κινητές αξίες ή άλλα στοιχεία που παρουσιάζουν ποιοτικά πλεονεκτήματα.

Πλεονεκτήματα, δυσχέρειες και τρόποι επίλυσης αυτών κατά της άσκηση της συλλογικής διαχείρισης στα πλαίσια των ΟΣΕΚΑ

Οι οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε κινητές αξίες παρουσιάζουν σημαντικά πλεονεκτήματα σε σχέση με άλλες μορφές επένδυσης. Συγκεκριμένα αναφέρουμε τα εξής:

- Συνιστούν καταρχήν μέσο επίτευξης προσοδοφόρας επένδυσης με σχετικά μικρό για τον επενδυτή κόστος και παράλληλα με σημαντικές προοπτικές επίτευξης υψηλών αποδόσεων.

- Η διαχείριση του ενεργητικού ανατίθεται σε εξειδικευμένους επαγγελματίες οι οποίοι είναι πλέον αρμόδιοι σχετικά με την λήψη ορθών επενδυτικών αποφάσεων.
- Η λειτουργία τους στηρίζεται στην αρχή της κατανομής των κινδύνων. Η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους επιτρέπει την μείωση των επιπτώσεων που δύναται να προκληθούν από τις διακυμάνσεις της αγοράς και πρόκειται να επηρεάσουν τις προσόδους των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων
- Η επένδυση του ενεργητικού τους σε στοιχεία με ποιοτικά χαρακτηριστικά και σωστές προδιαγραφές δημιουργεί σημαντικό βαθμό ασφάλειας στους επενδυτές.
- Η επένδυση σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων ή σε μετοχές εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου είναι εύκολα ρευστοποιήσιμη παρέχοντας παράλληλα την δυνατότητα εξαγοράς των πρώτων ή διάθεσης των δεύτερων μέσω της Χρηματιστηριακής αγοράς. Και στις δύο περιπτώσεις οι τιμές των τίτλων προσδιορίζονται σε καθημερινή βάση, αναλογικά προς την αξία των επενδύσεων.
- Οι οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων παρέχουν την δυνατότητα εισόδου των επενδυτών σε εξειδικευμένες ή απομακρυσμένες αγορές όπου η δυνατότητα εισόδου σε αυτές είναι δυνατή αποκλειστικά και μόνο μέσω των εν λόγω οργανισμών, από την στιγμή που δεν είναι επιτρεπτή στους αλλοδαπούς η απόκτηση ή η άμεση μεταβίβαση κινητών αξιών στις συγκεκριμένες περιοχές π.χ. επενδύσεις στις αγορές της Ταϊβάν, της Ινδίας της Σρι Λάνκα.
- Οι Οργανισμοί Συλλογικών επενδύσεων παρέχουν την δυνατότητα στους επενδυτές να μεταφέρουν τις αποταμιεύσεις τους από ένα οργανισμό σε κάποιον άλλο, ανάλογα με τις επενδυτικές επιδιώξεις τους. Η εν λόγω δυνατότητα επιτρέπει την ενεργητική και αποδοτική διαχείριση των αποταμιεύσεων των επενδυτών.
- Οι ίδιοι οργανισμοί (ΟΣΕΚΑ) παρέχουν πλεονεκτήματα φορολογικής φύσης.
- Η διαφοροποίηση της επενδυτικής πολιτικής των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων με κριτήρια είτε επιλογής επενδυτικών στοιχείων είτε γεωγραφικής φύσης, επιτρέπει την επιλογή μεταξύ διαφόρων τύπων επένδυσης ανάλογα με τις επενδυτικές επιδιώξεις του αποταμιευτή.
- Η οργανωτική δομή των (ΟΣΕΚΑ) συντελεί στην διοικητική απλοποίηση των τοποθετήσεων των επενδυτών.

- Η νομοθεσία που διέπει τους (ΟΣΕΚΑ) θεσπίζει καθεστώς εποπτείας της λειτουργίας αυτών, και πληροφόρησης των επενδυτών, σε καθημερινή βάση. Η πληροφόρηση δεν εξαντλείται στο κεφάλαιο που αντιπροσωπεύει το ενεργητικό, αλλά επεκτείνεται και στον τρόπο διαχείρισής του.

Τα παραπάνω αναφερόμενα πλεονεκτήματα καθίστανται σημαντικά υπό την προοπτική της ενοποίησης των αγορών δραστηριοποίησης και λειτουργίας των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων. Η εν λόγω ενοποίηση συναντά ωστόσο έως και σήμερα σημαντικά εμπόδια που δυσχεραίνουν τελικά την εύρυθμη λειτουργία και παγίωση του θεσμού των ΟΣΕΚΑ.

Ειδικότερα:

- Συνήθειες και πρακτικές που εφαρμόζονται στα εθνικά επίπεδα των διαφόρων χωρών συμβάλλουν καθοριστικά στην ύπαρξη σημαντικών διαφοροποιήσεων των εθνικών αγορών καθιστώντας κατά συνέπεια ιδιαίτερα δύσκολη την ορθή λειτουργία της συλλογικής διαχείρισης
- Ειδικότερα- και αναφορικά πάντα με τους ΟΣΕΚΑ- ο τρόπος οργάνωσης των δικτύων προς διάθεση των μεριδίων / μετοχών τους, αποτελεί σημαντική τροχοπέδη στην θέσπιση ενιαίων κανόνων λειτουργίας της αγοράς αυτών.
- Η ύπαρξη του εκάστοτε κυβερνητικού και νομοθετικού πλαισίου, η δόμηση του οποίου είναι τέτοια ώστε να ευνοεί κατά κύριο λόγο τις εγχώριες αποταμιεύσεις-μέσω της διευκόλυνσης των επενδύσεων σε εγχώρια προϊόντα-σε συνδυασμό με την προϋπάρχουσα τάση των επενδυτών αναφορικά με τις επιλογές τους σε επενδύσεις των τοπικών αγορών κυρίως.
- Ζητήματα εθνικής και γεωγραφικής φύσης συμπεριλαμβανομένου του συστήματος φορολογίας και του υπάρχοντος νομοθετικού και κυβερνητικού πλαισίου εκάστου κράτους.
- Προκύπτοντα προβλήματα ως προς τον υπολογισμό και την συγκρισιμότητα των αποδόσεων δύο Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες-αποδόσεων μελλοντικών αλλά κυρίως παρελθουσών- πριν και μετά την νομισματική ενοποίηση, κυρίως εάν ο εν λόγω υπολογισμός επιτελείτο σε διαφορετικά εθνικά νομίσματα. Ο υπολογισμός σε € που αναπόφευκτα λαμβάνει χώρα μετά την μετατροπή, ενδέχεται να οδηγήσει σε παρανοήσεις εις

βάρος του ασθενέστερου εθνικού νομίσματος, ιδίως εάν η ισοτιμία μεταξύ των δύο εθνικών νομισμάτων παρουσίαζε διαφοροποιήσεις κατά τακτά χρονικά διαστήματα.

Αναζητώντας τρόπους επίλυσης των εν λόγω δυσχερειών καταλήγουμε επίσης σε σημαντικά συμπεράσματα η εφαρμογή των οποίων εάν δεν επιλύσει θα ελαχιστοποιήσει τουλάχιστον τις αρνητικές συνέπειες και θα θέσει τις απαραίτητες βάσεις σχετικά με την εύρυθμη λειτουργία του θεσμού των ΟΣΕΚΑ. Απαιτείται λοιπόν:

- Ομοιογενοποίηση των εθνικών αγορών ώστε οι ΟΣΕΚΑ να ασκούν τις επενδυτικές τους δραστηριότητες σε συνθήκες έντονου ανταγωνισμού, εντός ενός διευρυμένου οικονομικού περιβάλλοντος.
Η απαιτούμενη διαφοροποίηση προς εξυπηρέτηση της ανταγωνιστικότητας σε μία ενιαία αγορά οφείλεται στην άρση των οιαδήποτε "νομικών και οικονομικών" συνόρων, και κατ'επέκταση στην δημιουργία παρόμοιων προϊόντων διατιθέμενων σε όλα τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.
- Καθιέρωση έγκυρων κανόνων υπολογισμού των αποδόσεων-κυρίως των παρελθουσών(π.χ. υποχρέωση των ΟΣΕΚΑ προς τους επενδυτές σχετικά με την ανακοίνωση της βάσης υπολογισμού των προηγούμενων αποδόσεων)
- Ενημέρωση των επενδυτών αναφορικά με την πλειοψηφία των ζητημάτων της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της επίδρασης της εν λόγω ενοποίησης ως προς τις λειτουργίες των ΟΣΕΚΑ. Απαραίτητη η τροφοδότηση αυτών με νέα πληροφοριακά στοιχεία.
- Άμεση ανάγκη θέσπισης μέτρων φορολογικής εναρμόνισης με κύριο στόχο την άρση των εμποδίων και την αποτροπή απώλειας φορολογικών εσόδων από τα κράτη μέλη, για την επιτυχία πραγμάτωσης της ενιαίας αγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΣΗΜΑΣΙΑ ΚΑΙ ΠΡΟΣΦΟΡΑ ΤΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ

Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) όπως είναι γνωστοί στην Ευρώπη, διαδραματίζουν στην χώρα μας σημαντικό ρόλο αποτελώντας παράγοντα ανάπτυξης της Εθνικής Οικονομίας και της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς.

Οι εν λόγω οργανισμοί αντλούν την δύναμή τους από την μεγάλη αξία της συλλογικής προσπάθειας ενός μεγάλου αριθμού επενδυτών, οι οποίοι συγκεντρώνουν τις επενδύσεις τους θέτοντας αυτές υπό την επαγγελματική διαχείριση των εταιρειών αυτών. Με τον τρόπο αυτό ένας πολύ μεγάλος αριθμός επενδυτών προσεγγίζει την λειτουργία των αγορών χρήματος και κεφαλαίου, και συμμετέχει σε αυτές χωρίς ωστόσο να αναλαμβάνει σοβαρούς κινδύνους, λόγω της παρουσίας και υποστήριξης που λαμβάνει από τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες.

Οι ΟΣΕΚΑ φροντίζουν για την αξιοποίηση των συγκεντρωμένων κεφαλαίων των επενδυτών και την εξασφάλιση ικανοποιητικών αποδόσεων για τις οικονομίες τους, ενώ παράλληλα διοχετεύουν στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου τα διαθέσιμά τους που είναι πολύτιμα στοιχεία της λειτουργίας τους και τα οποία διαφορετικά θα διέφευγαν πιθανόν, σε άλλες μη παραγωγικές τοποθετήσεις.

Εκτός της συμβολής τους στην λειτουργία και στην ανάπτυξη της οικονομίας οι ΟΣΕΚΑ παρουσιάζουν και μεγάλη κοινωνική προσφορά, δεδομένου ότι αξιοποιούν με ειδικά funds τα διαθέσιμα των Ασφαλιστικών οργανισμών, ενώ παράλληλα, μέσω ειδικών προϊόντων, προσφέρουν πολύτιμες υπηρεσίες στο ασφαλιστικό σύστημα και αποτελούν συμπαραστάτη του κράτους στον τομέα της κοινωνικής ασφάλισης.

Η προσφορά των ΟΣΕΚΑ αναγνωρίζεται παντού με αποτέλεσμα να μεγαλώνει συνεχώς ο αριθμός αυτών που καταφεύγουν στις υπηρεσίες τους. Το ίδιο φαινόμενο παρατηρείται και στην Ελλάδα με αποτέλεσμα την ταχύτατη ανάπτυξη των Οργανισμών αυτών τα τελευταία έτη. Έτσι σήμερα ένας πολύ μεγάλος αριθμός Ελλήνων κατέχουν μερίδια των Ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων ή μετοχές των Ελληνικών Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου.

ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Το νομικό πλαίσιο των Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου καθορίζεται από τον Ν.1969/91, όπως αυτός τροποποιήθηκε από το Προεδρικό Διάταγμα 433/1993 και τον Ν.2533/1997.

Αυτό το νομικό πλαίσιο συμπληρώνεται από διάφορες κανονιστικές διατάξεις τις οποίες έχουν εκδώσει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και ο Υπουργός Εθνικής Οικονομίας.

Τις σχέσεις των εταιρειών μεταξύ τους, εσωτερικά θέματα των εταιρειών και σχέσεις με το επενδυτικό κοινό ρυθμίζει και ο κώδικας δεοντολογίας της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών ο οποίος και έχει εγκριθεί από την 8^η Γενική Συνέλευση των Μελών της 21/02/1997 και ο Κώδικας Δεοντολογίας των ΑΕΔΑΚ και ΕΕΧ που έχει θεσπιστεί με την υπ' αριθμόν 132/19-05-98 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Οι Εταιρείες Διαχείρισεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων και οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, εποπτεύονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία χορηγεί και άδεια λειτουργίας τους.

ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ Α/Κ ΚΑΙ ΕΕΧ

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ: Το φορολογικό καθεστώς που διέπει τα Αμοιβαία Κεφάλαια καθορίζεται από το άρθρο 48 του Ν. 1969/91, όπως ισχύει σήμερα.

Η πράξη σύστασης Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η διάθεση και η εξαγορά μεριδίων, απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση, υπέρ του Δημοσίου, Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου και γενικά τρίτων.

Κατά την είσπραξη τόκων στο όνομα και για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ενεργείται από τον καταβάλλοντα παρακράτηση φόρου εισοδήματος, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα από τα άρθρα 12 και 54 του Ν. 2238/1994, κατά περίπτωση. Με την παρακράτηση αυτή, εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση των μεριδιούχων για τα εν λόγω εισοδήματα.

Η Α.Ε. Διαχείρισης υποχρεούται σε καταβολή φόρου τρία τοις χιλίοις ετησίως, στο όνομα και για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ο οποίος και υπολογίζεται επί του εξαμηνιαίου μέσου όρου ολόκληρου του ενεργητικού του Α/Κ. Ο φόρος λογίζεται καθημερινά και αποδίδεται στην αρμόδια δημόσια οικονομική υπηρεσία με ευθύνη της Α.Ε. Διαχείρισης, μέσα στο πρώτο 15νήμερο των μηνών Ιουλίου και Ιανουαρίου του επόμενου, από τον υπολογισμό, εξαμήνου. Με την καταβολή του φόρου εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του Α/Κ και των μεριδιούχων, επιφυλασσομένων των διατάξεων της προηγούμενης παραγράφου.

Η πρόσθετη αξία που προκύπτει επ' ωφελεία των μεριδιούχων από την εξαγορά μεριδίων σε τιμή ανώτερη της τιμής κτήσης, απαλλάσσεται από κάθε φόρο, τέλος, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου και γενικών τρίτων.

ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ: Το φορολογικό καθεστώς που διέπει τις ΕΕΧ καθορίζεται από το άρθρο 16 του Ν. 1969/91 όπως σήμερα ισχύει.

Οι ΕΕΧ απαλλάσσονται παντός φόρου, τέλους, τέλους χαρτοσήμου, εισφοράς, δικαιώματος ή οποιασδήποτε άλλης επιβάρυνσης, υπέρ του Δημοσίου ή τρίτου, επί του κεφαλαίου τους, με εξαίρεση το φόρο συγκέντρωσης κεφαλαίου και το φόρο προστιθέμενης αξίας.

Κατά την είσπραξη τόκων από εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου ενεργείται από τον καταβάλλοντα παρακράτηση φόρου τρία τοις χιλίοις ετησίως, ο οποίος υπολογίζεται επί του μέσου όρου των επενδύσεων τους πλέον διαθεσίμων σε τρέχουσες τιμές όπως απεικονίζονται στους τριμηνιαίους πίνακες επενδύσεων. Ο φόρος αποδίδεται στην αρμόδια δημόσια οικονομική υπηρεσία μέσα στο πρώτο 15νθήμερο των μηνών Ιουλίου και Ιανουαρίου του επόμενου από τον υπολογισμό εξαμήνου. Με την καταβολή του φόρου αυτού εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση της εταιρείας και των μετόχων, επιφυλασσομένων των διατάξεων της προηγούμενης παραγράφου. Οι διατάξεις των άρθρων 113 και 116 του Ν.2238/94 εφαρμόζονται ανάλογα και για τον φόρο που οφείλεται με βάση τις διατάξεις αυτής της παραγράφου.

Οι πράξεις σύστασης, το καταστατικό των ΕΕΧ και οι εκδιδόμενες από αυτές μετοχές απαλλάσσονται παντός φόρου, τέλους, τέλους χαρτοσήμου, εισφοράς, δικαιώματος ή οποιασδήποτε άλλης επιβάρυνσης υπέρ του Δημοσίου ή τρίτου εξαιρουμένων των φόρων συγκέντρωσης κεφαλαίου και προστιθέμενης αξίας και της νόμιμης προμήθειας του χρηματιστή.

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τα πρώτα Αμοιβαία Κεφάλαια έκαναν την εμφάνισή τους στην Ελληνική Αγορά στα τέλη του 1972, η ουσιαστική όμως ανάπτυξη του θεσμού έγινε κατά την δεκαετία του 1990. Η δεκαετία ξεκίνησε με μία μόνο κατηγορία Α/Κ, αυτή των μικτών. Στην συνέχεια, το 1990, σχηματίστηκαν τα μετοχικά και τα ομολογιακά Α/Κ, ενώ το 1991 προστέθηκαν τα διεθνή και τα Α/Κ διαχείρισεως διαθεσίμων. Τα τελευταία αλλά και τα ομολογιακά οδήγησαν κυρίως στην ποσοτική εξάπλωση των Αμοιβαίων

Κεφαλαίων. Στα τέλη της δεκαετίας του '90 με την ενίσχυση του ρόλου του Ελληνικού Χρηματιστηρίου, το ενδιαφέρον των επενδυτών στράφηκε και στην κατηγορία των μετοχικών Α/Κ.

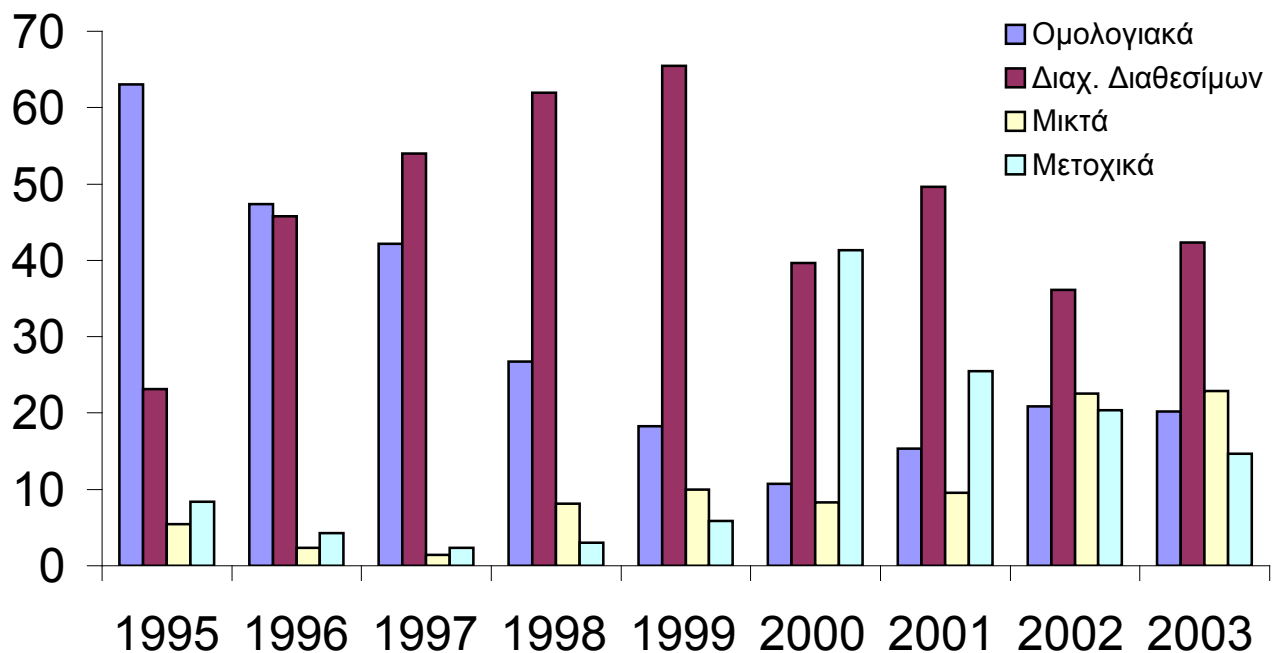
Σήμερα η αγορά Α/Κ βρίσκεται πλέον σε υψηλά επίπεδα, τόσο από πλευράς ενεργητικού όσο και από πλευράς ποικιλίας προϊόντων

Συγκεκριμένα στις 31/03/2002 το συνολικό ύψος των υπό διαχείριση ενεργητικών έφθανε στα 24 δις € ενώ συνολικά στην αγορά δραστηριοποιούνται 27 ΑΕΔΑΚ και 272 Α/Κ όλων των κατηγοριών. Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει την εξέλιξη της σύνθεσης (ποσοστού %) του ενεργητικού των διαφόρων τύπων Α/Κ στην χώρα μας κατά τη τελευταία 9ετία.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.

Σύνθεση Ελληνικής Αγοράς Α/Κ Ανά Βασική Κατηγορία με Βάση το Ενεργητικό

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών (www.agii.gr)



Βάσει των αποφάσεων 79/1996 και 129/1998 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, τα Α/Κ κατατάσσονται σε κατηγορίες, έτσι ώστε να υπάρχει αντιστοιχία μεταξύ της ονομασίας εκάστου Αμοιβαίου Κεφαλαίου, του σκοπού που αναφέρεται στον κανονισμό και της σύνθεσης του ενεργητικού του, σύμφωνα με τον κατωτέρω πίνακα:

<u>ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ</u>	<u>ΜΕΤΟΧΙΚΑ</u>	<u>ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ</u>	<u>ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ</u>	<u>ΜΙΚΤΑ</u>	<u>ΕΙΔΙΚΟΥ ΤΥΠΟΥ</u>
	Επενδύουν κυρίως σε μετοχές	Επενδύουν κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθερού εισοδήματος και όχι άνω του 10% σε μετοχές	Επενδύουν κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τιτλ. σταθ. εισοδ/τος και όχι άνω του 10% σε μτχ.	Συνδυασμός επενδύσεων των προηγούμενων κατηγοριών	Επενδύουν κυρίως σε ειδικού τύπου επενδυτικά προϊόντα, και τουλάχιστον 10% σε τίτλους σταθερού εισοδήματος
<u>ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</u>	Επενδύουν κυρίως σε μετοχές εσωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε μακροχ/νιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εσωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τιτλ. σταθ. εισοδ/τος εσωτερικού	Επενδύουν κατά κύριο λόγο το ενεργητικό τους στο εσωτερικό	Επενδύουν κυρίως σε επενδυτικά προϊόντα εσωτερικού
<u>ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</u>	Επενδύουν κυρίως σε μετοχές εξωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε μακροχ/νιους τίτλους σταθερού εισοδήματος εξωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τιτλ. σταθ. εισοδ/τος εξωτερικού	Επενδύουν κατά κύριο λόγο το ενεργητικό τους στο εξωτερικό	Επενδύουν κυρίως σε επενδυτικά προϊόντα εξωτερικού.
<u>ΔΙΕΘΝΗ</u>	Επενδύουν σε μετοχές Εσωτερικού-εξωτερικού	Επενδύουν σε μακροχ/νιους τίτλους σταθερού εισοδήματος Εσωτερικού-εξωτερικού	Επενδύουν κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τιτλ. σταθ. εισοδ/τος Εσωτερικού-εξωτερικού	Επενδύουν το ενεργητικό τους στο εσωτερικό και εξωτερικό	Επενδύουν σε επενδυτικά προϊόντα εσωτερικού-εξωτερικού.

Η έκφραση "κυρίως" που εμφανίζεται στον πίνακα υπονοεί ποσοστό τουλάχιστον 65% επί του συνολικού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, το οποίο υπολογίζεται κατά μέσο όρο τριμηνίας και θα πρέπει να είναι επενδυμένο στην αντίστοιχη κατηγορία τίτλων/ μέσων.

ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΣΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ

Εντυπωσιακή πορεία έχει διαγράψει ο επενδυτικός θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων στις διεθνείς αγορές από την εμφάνισή του έως σήμερα, ενώ η ευρεία αποδοχή του από τους επενδυτές αποτελεί επιβεβαίωση των πλεονεκτημάτων που παρουσιάζει ως επενδυτική επιλογή. Ειδικότερα κατά τα τελευταία έτη ο ρόλος του θεσμού ενισχύθηκε λόγω παραγόντων όπως οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης των αναπτυσσόμενων οικονομικά χωρών, οι πολιτικές απελευθερώσεις των αγορών και οι ιδιωτικοποιήσεις, εξελίξεις οι οποίες ενίσχυσαν σε σημαντικό βαθμό τον ρόλο των κεφαλαιαγορών και του χρηματοπιστωτικού συστήματος στις περισσότερες οικονομίες του πλανήτη.

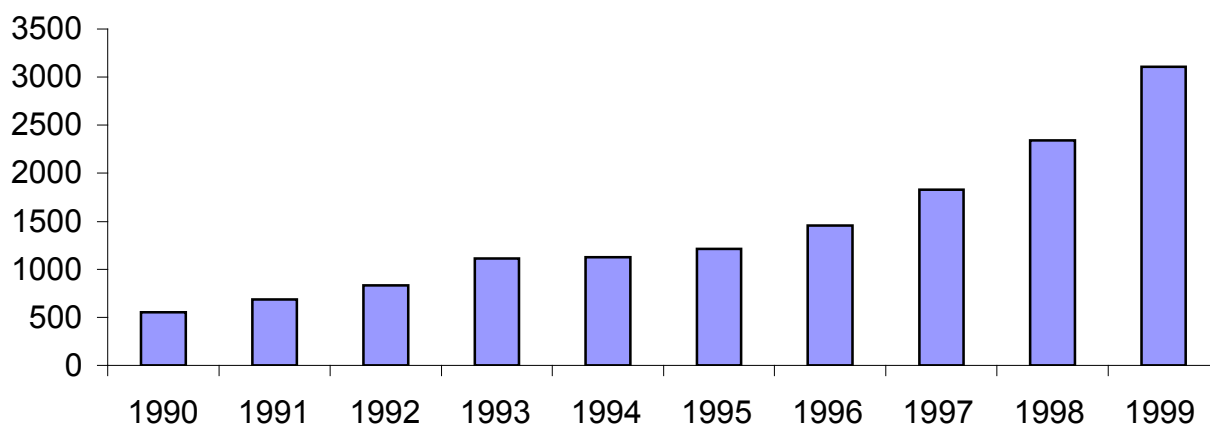
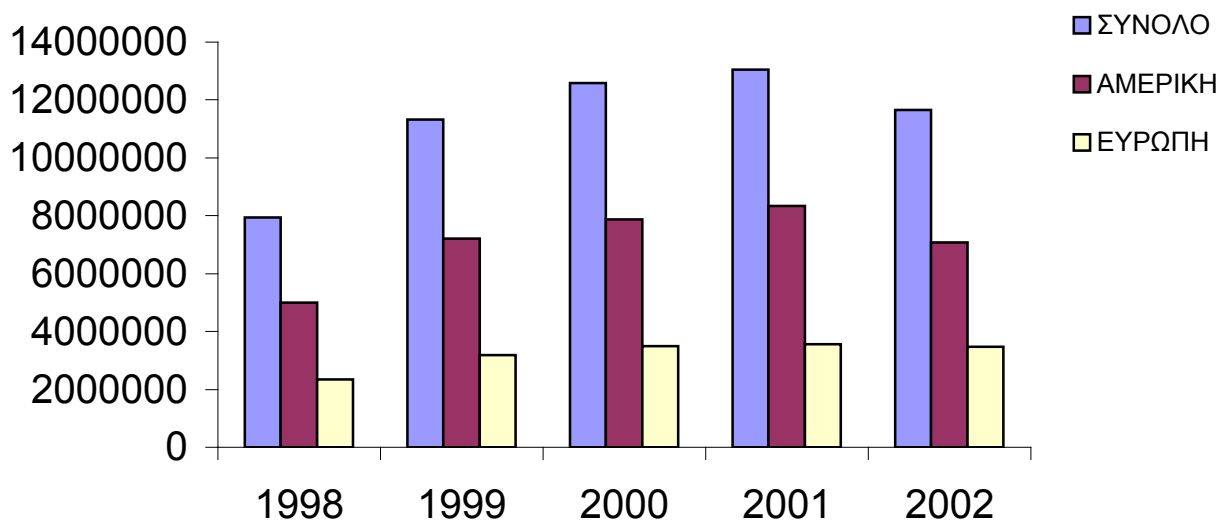
Τα Α/Κ στις ΗΠΑ

Η υψηλή ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος των ΗΠΑ, και μια σειρά ιστορικών και οικονομικών παραγόντων (υψηλότετοι ρυθμοί ανάπτυξης, υψηλά εισοδήματα, χαμηλά επιτόκια, χαμηλός κρατικός προστατευτισμός, εξαιρετικά φορολογικά κίνητρα κ.α.) ευνόησαν την μεγάλη ανάπτυξη του θεσμού των Α/Κ. Οι αριθμοί είναι αποκαλυπτικοί, καθώς στις 31/12/2001, στην αγορά των ΗΠΑ δραστηριοποιούνταν πάνω από 8,300 διαφορετικά Αμοιβαία Κεφάλαια, τα οποία καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών επιλογών, ενώ το σύνολο των υπό διαχείριση ενεργητικών αγγίζει τα 7,0 τρις \$. Η διάρθρωση της Αμερικάνικης Αγοράς Αμοιβαίων Κεφαλαίων κάνει έκδηλη και την προτίμηση των επενδυτών για τοποθετήσεις υψηλού ρίσκου, καθώς το 49% της αγοράς καλύπτουν τα Μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια, ενώ η αμέσως επόμενη κατηγορία, αυτής της Διαχείρισεως Διαθεσίμων, καλύπτει σημαντικά μικρότερο ποσοστό (32,8 της αγοράς).

Τα Α/Κ στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Ο θεσμός των Α/Κ είναι εξαιρετικά διαδεδομένος και στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ωστόσο, η αγορά διαφοροποιείται σημαντικά από τα αμερικάνικα δεδομένα, τόσο ως προς τα μεγέθη, όσο και ως προς την διάρθρωσή της. Παρά το γεγονός ότι τα Αμοιβαία Κεφάλαια τα οποία δραστηριοποιούνται στην αγορά ξεπερνούν τα 26,500, το ύψος των συνολικών ενεργητικών τους (περίπου 3,1 τρις \$) είναι σημαντικά μικρότερο από το αντίστοιχο των ΗΠΑ. Κυριότεροι λόγοι για τον «συντηρητισμό» των Ευρωπαϊκών επενδυτών σε σχέση με τους Αμερικάνους είναι η παραδοσιακά «προστατευτικές» οικονομίες των Ευρωπαϊκών χωρών, και οι συγκρατημένοι ρυθμοί ανάπτυξής τους σε σχέση με τις ΗΠΑ. Έτσι το ποσοστό των μετοχικών Α/Κ στην ΕΕ αν και υψηλό (40%) είναι μικρότερο από το αντίστοιχο των ΗΠΑ.

Οι παρακάτω πίνακες παρουσιάζουν την εξέλιξη του ενεργητικού των Ο.Σ.Ε.Κ.Α. στην Ευρώπη, την ποσοστιαία σύνθεση του ενεργητικού παγκοσμίως και την συμμετοχή (ποσοστό %) του ενεργητικού των Ελληνικών Ο.Σ.Ε.Κ.Α. στην Ευρωπαϊκή και παγκόσμια αγορά.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.**Εξέλιξη Συνολικού Ενεργητικού Ο.Σ.Ε.Κ.Α. στην Ε.Ε. (σε δις. €)**Πηγή: FEFSI (www.fefsi.org)**ΠΙΝΑΚΑΣ 3.****Εξέλιξη Διεθνούς Συνολικού Ενεργητικού Ο.Σ.Ε.Κ.Α. (σε δις. €)**Πηγή: FEFSI (www.fefsi.org)**ΠΙΝΑΚΑΣ 4.**



ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ο θεσμός των Αμοιβαίων Κεφαλαίων οφείλει την επιτυχία που σημειώνει, στην αμοιβαία σχέση εμπιστοσύνης που δημιουργείται μεταξύ του επενδυτή και της διαχειρίστριας εταιρείας .

Τα Αμοιβαία Κεφάλαια εξασφαλίζουν στους επενδυτές τα ακόλουθα πλεονεκτήματα:

- Επαγγελματική διαχείριση του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου που εξασφαλίζει την ορθολογική λήψη επενδυτικών αποφάσεων.
- Συγκριτικά μεγαλύτερες αποδόσεις από άλλες εναλλακτικές μορφές επενδύσεων, αν ληφθεί υπ' όψιν και ο περιορισμένος κίνδυνος που αναλαμβάνεται
- Διασπορά των επενδύσεων σε αγορές αξιογράφων διαφορετικού τύπου
- Καθημερινή παρακολούθηση της αξίας της επένδυσής του από τις σχετικές στήλες του Τύπου στον οποίο υποχρεωτικά δημοσιεύεται η ημερήσια αποτίμηση του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.
- Δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης της συμμετοχής τους (μέσα σε πέντε (5) ημέρες)
- Πρόσβαση στις μεγαλύτερες αγορές της Ελλάδας και του εξωτερικού.

- Διαπραγματευτική δύναμη που παρέχει ο όγκος του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου
- Διαφάνεια διαχείρισης για την οποία μεριμνά η σχετική νομοθεσία και οι έλεγχοι των επενδυτικών οργάνων
- Διασφάλιση και φύλαξη της περιουσίας του Αμοιβαίου Κεφαλαίου από τον Θεματοφύλακα (Τράπεζα)
- Κοινός λογαριασμός. Τα μερίδια μπορούν να εκδίδονται σε «κοινό λογαριασμό» δύο ή περισσότερων προσώπων
- Κληρονομούνται και μεταβιβάζονται μεταξύ συζύγων, ή συγγενών πρώτου και δευτέρου βαθμού σε ευθεία γραμμή.
- Είναι δυνατή η ενεχυρίαση των μεριδίων για λήψη δανείου.
- Η φορολογική υποχρέωση του επενδυτή περιορίζεται στον φόρο τρία τοις χιλίοις ,ο οποίος επιβάλλεται επί του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Όπως σημειώνουμε ,παρά τα αναμφισβήτητα πλεονεκτήματά τους τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν έχουν εγγυημένη απόδοση και οι προηγούμενες αποδόσεις δεν εξασφαλίζουν τις μελλοντικές.

ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου είναι και αυτές Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) όπως και τα Αμοιβαία Κεφάλαια, με την διαφορά ότι είναι ΟΣΕΚΑ "κλειστού" τύπου και ότι η είσοδος ενός προσώπου σ' αυτή την μορφή συλλογικών επενδύσεων γίνεται μόνο με την αγορά της μετοχής της εταιρείας στο Χρηματιστήριο, όπως αντιστοίχως η έξοδος από αυτή γίνεται με την πώληση της μετοχής.

Φυσικά τόσο η είσοδος όσο και η έξοδος γίνεται στην χρηματιστηριακή τιμή που διαμορφώνεται εκάστοτε, η οποία μπορεί είτε να είναι υψηλότερη από την εσωτερική αξία της μετοχής (premium), είτε χαμηλότερη οπότε λέμε ότι η μετοχή της εταιρείας βρίσκεται σε discount.

Ως μορφές Αμοιβαίων Κεφαλαίων κλειστού τύπου, οι εταιρείες επενδύσεων εξασφαλίζουν για τους επενδυτές (μετόχους τους), όλα τα πλεονεκτήματα που εξασφαλίζουν και τα Α/Κ (διασπορά κινδύνου, επαγγελματική διαχείριση, πρόσβαση στις μεγαλύτερες αγορές της Ελλάδας και του εξωτερικού, διαπραγματευτική δύναμη, διαφάνεια διαχείρισης κ.λ.π.)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΤΟ ΔΙΚΑΙΟ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ

Οι πραγματικές διαστάσεις του θεσμού των ΟΣΕΚΑ γίνονται αντιληπές μέσω της μελέτης των διαδικασιών τους σε Ευρωπαϊκό επίπεδο στα πλαίσια της Ενιαίας Ευρωπαϊκής Κοινότητας. Η Ευρωπαϊκή

Επιτροπή συγκεκριμένα θεωρεί τους εν λόγω οργανισμούς βασικούς μοχλούς ανάπτυξης της ενιαίας Ευρωπαϊκής Κεφαλαιαγοράς, παρά το γεγονός ότι η ίδια παραμένει έως και σήμερα προσκολλημένη στις κλασικές θεωρίες αναφορικά με την διαμόρφωση μίας ευρωπαϊκής πολιτικής στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, δίχως να προτείνει και να προωθεί νέες μορφές και διαφορετικές δομές.

Κάτι τέτοιο έγινε ουσιαστικά αντιληπτό στην περίπτωση της πράσινης βίβλου σχετικά με την αντιμετώπιση του ζητήματος των επικουρικών συντάξεων, στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η απελευθέρωση της συλλογικής διαχείρισης ως βασικής χρηματοοικονομικής δραστηριότητας και οι οποιεσδήποτε προσπάθειες ενοποίησης των εθνικών αγορών προσκρούουν αναμφίβολα σε προβλήματα που έχουν γίνει αισθητά και σε λοιπούς τομείς παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Αναφερόμενοι στα εν λόγω προβλήματα προβάλλουμε αρχικά την διαφοροποίηση των συστημάτων φορολόγησης των εισοδημάτων από οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε εθνικό κυρίως επίπεδο. Η εν λόγω διαφοροποίηση επηρεάζει τόσο την επιλογή του τύπου εγκατάστασης των εταιρειών όσο και την πορεία των επενδύσεων από την στιγμή μάλιστα που ακόμη και η δυνατότητα πρόσβασης σε μία συγκεκριμένη αγορά εξαρτάται κατά ένα μεγάλο ποσοστό από την οργάνωση των δικτύων διάθεσης του σχετικού προϊόντος η οποία και διαφέρει από κράτος σε κράτος.

Η άσκηση της διασυνοριακής δραστηριότητας καθορίζεται επίσης τόσο από την δομή και οργάνωση των κεφαλαιαγορών σε εθνικό επίπεδο, όσο και από τις προτιμήσεις των επενδυτών. Βάσει ανακοινώσεων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής καθορίζονται οι στόχοι που έχουν τεθεί αναφορικά με την προώθηση της διαδικασίας ενοποίησης των εθνικών αγορών και την απελευθέρωση των υπηρεσιών σε διασυνοριακό επίπεδο. Προς όφελος τόσο των επενδυτών όσο και των εκδοτών κινητών αξιών η Ευρωπαϊκή Ένωση δηλώνει ότι αποσκοπεί στην διασφάλιση βάθους και ρευστότητας των κεφαλαιαγορών της Ευρώπης.

Με κύριο στόχο λοιπόν την διασυνοριακή παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, την εξασφάλιση της σχετικής επιλογής των καταναλωτών, την διατήρηση της εμπιστοσύνης τους στην αγορά και την επίτευξη ενός υψηλού βαθμού προστασίας των συμφερόντων τους, η Επιτροπή στοχεύει στην εξαφάνιση των οποιωνδήποτε εκκρεμούντων προβλημάτων.

Παρά το γεγονός ότι υφίσταται έντονη η ανάγκη προς την επίτευξη περαιτέρω ελαστικότητας των νομοθετικών διαδικασιών, η Επιτροπή κρίνει ότι το βασικό σύστημα των κανόνων προληπτικής προστασίας που έχει θεσπιστεί σε Ευρωπαϊκό επίπεδο χαρακτηρίζεται σε γενικές γραμμές ικανοποιητικό. Κάτι τέτοιο αναμφισβήτητα θα διευκολύνει την ταχεία προσαρμογή των κανόνων

εποπτείας στους όρους λειτουργίας της αγοράς, οι οποίοι και μεταβάλλονται με ολοένα και ταχύτερους ρυθμούς. Προσδίδεται επίσης σημαντική έμφαση στην σπουδαιότητα του εξαναγκαστικού χαρακτήρα των ήδη ισχυόντων κανόνων, με την εισαγωγή αυτών σε επίπεδο εθνικής νομοθεσίας και την ομοιόμορφη ερμηνεία τους σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Στο σημείο αυτό επιβάλλεται η αναφορά των εθνικών εποπτικών αρχών, οι οποίες με την συνεργασία τους δύνανται να προωθήσουν ενιαίες πρακτικές ελέγχου. Η εν λόγω συνεργασία εκφράζεται μέσω διεθνών οργανισμών στους οποίους οι εθνικές αρχές εποπτείας μετέχουν ως μέλη (π.χ. FESCO). Αναγνωρίζεται επίσης η αναγκαιότητα προώθησης μιας πολιτικής για την θέσπιση ορισμένων κοινών αρχών φορολόγησης με στόχο την μη θεώρηση της φορολογίας των επενδύσεων ως βασικό εμπόδιο της ελεύθερης διακίνησης κεφαλαίων και της ελεύθερης εγκατάστασης των επιχειρήσεων και την δημιουργία ενός ενιαίου φορολογικού συστήματος ως προς την ασφάλιση ζωής, τους συνταξιοδοτικούς οργανισμούς και τις άλλες χρηματοοικονομικές υπηρεσίες.

Οι Οργανισμοί Συλλογικών επενδύσεων στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αποτελούν αρχικά αντικείμενο ειδικής νομοθετικής ρύθμισης, βάσει της οδηγίας 85/611 για τους ΟΣΕΚΑ. Η ίδια οδηγία παραμένει έως σήμερα στο στάδιο ριζικής αναμόρφωσης με στόχο την προσαρμογή των κατ' ιδίαν διατάξεων της στα νέα δεδομένα των αγορών και στις ολοένα εμφανιζόμενες προοπτικές της ευρωπαϊκής ενοποίησης

Η ειδική νομοθετική ρύθμιση των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες βάσει της οδηγίας 85/611

Η οδηγία 85/611 εκδόθηκε στις 20/12/1985 στηριζόμενη αποκλειστικά στον Νόμο 1969/1991 (αναφορικά με τις Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, Αμοιβαία Κεφάλαια –ΟΣΕΚΑ κλειστού και ανοικτού τύπου αντίστοιχα- , διατάξεις εκσυγχρονισμού και εξυγίανσης της κεφαλαιαγοράς και άλλες διατάξεις) ενώ ακολούθησε μία σειρά τροποποιήσεων με στόχο την βελτίωση, συμπλήρωση και καλύτερη εφαρμογή της αρχικής οδηγίας .Οι διατάξεις αυτές αφορούν στις κατά χρονολογική σειρά, τροποποιήσεις

- 85/612
- 88/620
- 95/26
- 2000/64

ενώ οι δύο τελευταίες τροποποιήσεις της αρχικής αφορούν στις νέες οδηγίες 107/2001 και 108/2001 της 21^{ης} Ιανουαρίου 2002.

Η αρχική οδηγία τείνει να καθιερώσει, στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης ένα ενιαίο βασικό πλαίσιο λειτουργίας και δραστηριοποίησης εκείνου του τύπου οργανισμών συλλογικών επενδύσεων το ενεργητικό των οποίων είναι επενδυμένο σε κινητές αξίες βάσει κάποιων προβλεπόμενων, από την οδηγία, κανόνων. Επιχειρείται κατ' αυτόν τον τρόπο η διάθεση των προϊόντων των Οργανισμών αυτών σε οποιοδήποτε κράτος μέλος –απολαμβάνουν με λίγα λόγια οι εν λόγω οργανισμοί κάποιο είδος ευρωπαϊκού διαβατηρίου-εφόσον τηρηθούν φυσικά οι απαραίτητες διαδικασίες γνωστοποίησης του συνόλου των ενεργειών τους στην αρμόδια εποπτική αρχή εκάστου κράτους υποδοχής.

Ένα αδύνατο σημείο της οδηγίας εντοπίζεται στο γεγονός ότι η ίδια δεν περιέχει πλήρη καθορισμό των διαδικασιών αναφορικά με την διάθεση των μετοχών / ή μεριδίων των οργανισμών αυτών-κάτι που τίθεται στην διακριτική ευχέρεια των εθνικών νομοθετών-με αποτέλεσμα να μην αποτρέπεται το ενδεχόμενο οι αρμόδιες αρχές ενός κράτους μέλους υποδοχής να απαγορεύσουν την διάθεση μεριδίων/ μετοχών στο έδαφός τους, εάν τα εν λόγω μερίδια προέρχονται από οργανισμό διαφορετικού κράτους καταγωγής, και αν αυτή η εν λόγω άρνηση θεμελιώνεται στην εφαρμογή κάποιου κανόνα εκτός του πεδίου εφαρμογής της παρούσας οδηγίας.

Ο πολύ γενικός επίσης χαρακτήρας των διατάξεων της οδηγίας μπορεί να δημιουργήσει ζήτημα διαφορετικών ερμηνειών από κράτος σε κράτος, με συνακόλουθο αποτέλεσμα την δημιουργία διαφορετικών τακτικών και τρόπων εφαρμογής και την εύρεση διαφορετικών λύσεων πολλές φορές ευνοϊκότερων από τις αντίστοιχες λύσεις άλλων οργανισμών του ίδιου είδους. Το τελευταίο αναμφισβήτητα μπορεί να οδηγήσει σε προβάδισμα-όσον αφορά τις προτιμήσεις των επενδυτών- κάποιων οργανισμών έναντι των υπολοίπων.

Ωστόσο και υπό το πρίσμα μιας διαφορετικής οπτικής γωνίας η εν λόγω διαφοροποίηση των νομοθετικών ρυθμίσεων των ΟΣΕΚΑ μπορεί να οδηγήσει στην σύσταση αυτών στην έδρα άλλου κράτους μέλους, προκειμένου οι ίδιοι να απολάβουν τα οφέλη της ισχύουσας κατάστασης, ενώ στην συνέχεια οι μετοχές ή τα μερίδια αυτών διατίθενται –βάσει ευρωπαϊκού διαβατηρίου- στα κράτη με τις λιγότερο ευνοϊκές ρυθμίσεις. Πρόκειται για τους λεγόμενους round trip οργανισμούς επενδύσεων σε κινητές αξίες.

Η διαφορετικότητα των συστημάτων φορολόγησης των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων μεταξύ των διαφόρων κρατών μελών, κατευθύνει επίσης πολλούς επενδυτές στην εναπόθεση των κεφαλαίων τους σε επενδύσεις συγκεκριμένων Ο.Σ.Ε.Κ.Α. κατόπιν προσεκτικής επιλογής και σχεδιασμού, και με σκοπό την απαλλαγή –αν όχι εξάλειψη- των φορολογικών επιβαρύνσεων.

Πράγματι είναι γεγονός ότι η επένδυση σε μερίδια ή μετοχές άλλου κράτους θα μπορούσε να αποτελέσει τρόπο αποφυγής του φόρου που επιβάλλεται στα εισοδήματα από οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων στο κράτος κατοικίας του επενδυτή.

Η προσέγγιση της Οδηγίας 85/611 στα περισσότερα θέματα αναφορικά με τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες είναι εντελώς διαφορετική από τις αντίστοιχες προσεγγίσεις των οδηγιών που ακολούθησαν και οι οποίες εστίασαν τη μελέτη τους κυρίως σε θέματα σχετικά με τον «παροχέα υπηρεσιών» σε αντίθεση με την αρχική οδηγία η οποία έθεσε κανόνες σχετικούς κυρίως με τον τρόπο επένδυσης του προϊόντος των ΟΣΕΚΑ. Στην πραγματικότητα η αρχική χαρακτηρίστηκε από την απουσία σημαντικών κανόνων αναφορικά με τις εταιρείες διαχείρισης, τους κανονισμούς λειτουργίας τους ή την υποκίνηση –μέσω παροχών κίνητρων – των μετόχων και εργαζομένων στις εν λόγω εταιρείες.

Επιπρόσθετα αναφέρουμε ότι η διασυνοριακή δραστηριότητα διέπεται από κανόνες που ρυθμίζουν αποκλειστικά και μόνο την διανομή του “προϊόντος” , δίχως καμία αναφορά στις αρμοδιότητες -επί του συγκεκριμένου θέματος-της εταιρείας διαχείρισης.

Σχετικά με τους κανονισμούς που ρυθμίζουν την συλλογική διαχείριση χαρτοφυλακίου των επενδυτών, η οδηγία 85/611 φέρνει στο προσκήνιο μερικά ακόμη θέματα και ερωτήματα ,για τα οποία επιζητούνται άμεσες και τεκμηριωμένες λύσεις.

Αρχικά λοιπόν παρατηρούμε ότι η αρχική οδηγία δεν περιέχει συγκεκριμένο ορισμό του όρου «συλλογική διαχείριση χαρτοφυλακίου». Τούτο είχε ως συνέπεια την έλλειψη πληροφοριών και γνώσεων αναφορικά με το είδος των λειτουργιών για τις οποίες είναι υπεύθυνη μία εταιρεία διαχείρισης. Ειδικότερα δημιουργήθηκαν σημαντικές αμφιβολίες αναφορικά με το εάν οι δραστηριότητες των παραπάνω εταιρειών θα έπρεπε να περιορίζονται αποκλειστικά στην διαχείριση των επενδύσεων (επένδυση των κεφαλαίων που προέρχονταν από το κοινό, σε τίτλους και άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα) ή να περιλαμβάνουν και άλλες λειτουργίες (π.χ. διοικητικές δραστηριότητες, διαδικασίες marketing) κ.λ.π.

Με βάση την υπόθεση ότι οι δραστηριότητες των εταιρειών διαχείρισης περιλαμβάνουν ποικιλία λειτουργιών- μερικές από τις οποίες διαφέρουν μεταξύ των διαφορετικών αγορών των κρατών μελών- καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι έως τώρα και μέσω της αρχικής οδηγίας δεν έχει γίνει ξεκάθαρο εάν η συνολική δραστηριότητα πρέπει να διεκπεραιώνεται μέσω της εταιρείας διαχείρισης και μόνο ή εάν η ίδια -υπό το πρίσμα της πιο αποτελεσματικής διαχείρισης των λειτουργιών της- μπορεί να αναθέσει μερικά από τα καθήκοντά της σε κάποιο τρίτο όργανο. Η παρούσα κατάσταση μεταξύ των κρατών μελών αναφορικά με το εν λόγω ζήτημα θα μπορούσε να χαρακτηριστεί δισυπόστατη από την στιγμή

που υφίστανται εταιρείες διαχείρισης συγκεκριμένων κρατών μελών που εφαρμόζουν την παραπάνω τακτική, σε αντίθεση με κάποιες άλλες, διαφορετικών κρατών καταγωγής, για τις οποίες απαγορεύεται η αποκλειστική ή η εν μέρει εναπόθεση των καθηκόντων τους σε τρίτα όργανα.

Υπό των πρίσμα λοιπόν της διαρκώς εμφανιζόμενης σπουδαιότητας του τομέα των επενδυτικών κεφαλαίων σε ολόκληρη την Ευρώπη, οι ελλείψεις της αρχικής οδηγίας σχετικά με την λειτουργία των ΟΣΕΚΑ λαμβάνουν ολοένα και μεγαλύτερες διαστάσεις, ενώ παράλληλα δημιουργούν αβεβαιότητες νομικής φύσεως, εμποδίζουν την ύπαρξη ενός ενιαίου πεδίου δραστηριοποίησης των φορέων των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, δεν επιτρέπουν την εγκαθίδρυση ενός αποτελεσματικού συστήματος προστασίας των επενδυτών και γενικότερα υπονομεύουν την σταθερότητα και την αξιοπιστία του χρηματοπιστωτικού και οικονομικού συστήματος της Ευρώπης.

Δεν χαρακτηρίζεται λοιπόν ορθή η άποψη ότι η οδηγία 85/611 πέτυχε απόλυτα τον στόχο της. Με βάση τα αποτελέσματα σχετικής έρευνας στις Η.Π.Α. που διεξήχθη το 1994, μόνο το 38% του συνόλου των ΟΣΕΚΑ διέθετε τα μερίδιά του διασυνοριακά στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ενώ κατά την διάρκεια των τελευταίων ετών τα πράγματα ανατράπηκαν σε σημαντικό βαθμό. Παρατηρήθηκε συγκεκριμένα αύξηση του αριθμού των ΟΣΕΚΑ, οι οποίοι διατίθενται ως προϊόντα σε διαφορετικά κράτη μέλη από αυτά της καταγωγής τους. Η αύξηση του ποσοστού που αντιπροσωπεύουν οι εν λόγω οργανισμοί σε σχέση με το συνολικό αριθμό των ΟΣΕΚΑ ανήλθε στο 33% μεταξύ των ετών 1995-1997, ενώ στα τέλη του Ιουνίου 1997 επί συνόλου 9.675 ΟΣΕΚΑ, εγκεκριμένων ως τέτοιων βάσει της οδηγίας, περισσότεροι από 3.400 διέθεταν τα μερίδια τους σε άλλο κράτος μέλος από αυτό της καταγωγής τους.

Η κύρια βάση της διασυνοριακής δραστηριότητας των ΟΣΕΚΑ βρίσκεται στο Λουξεμβούργο, καθόσον εκεί εδρεύουν τα $\frac{3}{4}$ του συνόλου αυτών οι οποίοι διαθέτουν τις μετοχές και τα μερίδιά τους σε κάποιο άλλο κράτος μέλος. Η Γερμανία αποτελεί επίσης χώρα που προκαλεί το ενδιαφέρον για την διασυνοριακή διάθεση των μετοχών ή των μεριδίων των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, από την στιγμή που περισσότεροι από 1.500 τέτοιοι οργανισμοί διατίθενται στο έδαφος της. Η Ολλανδία, η Γαλλία και το Βέλγιο συγκεντρώνουν επίσης αλλοδαπούς οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων στο έδαφός τους.

Βάσει όλων των παραπάνω και στα πλαίσια της πολύ πρόσφατης υιοθέτησης του συστήματος ενός ενιαίου νομίσματος και μίας ενιαίας νομισματικής πολιτικής, η ανάγκη για την αντιμετώπιση όλων των κρίσεων και των δυσλειτουργιών του τομέα των χρηματοοικονομικών και άλλων υπηρεσιών, γίνεται ολοένα και περισσότερο επιτακτική. Στις αρμοδιότητες της Επιτροπής έγκειται ο περιορισμός όλων των "μελανών σημείων" της Ευρωπαϊκής νομοθεσίας σχετικά με τον τομέα των

χρηματοοικονομικών υπηρεσιών ,και η ενδυνάμωση της ακεραιότητας ολόκληρου του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Η ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΗ ΠΟΡΕΙΑ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΤΕΛΙΚΗ ΤΡΟΠΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ 85/611/ΕΟΚ ΑΝΑΦΟΡΙΚΑ ΜΕ ΤΟ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΠΟΥ ΔΙΕΠΕΙ ΤΟΥΣ Ο.Σ.Ε.Κ.Α.

1991: Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή κάνει μια πρώτη προσπάθεια τροποποίησης της Οδηγίας ΟΣΕΚΑ του 1985.

09/02/1993: Εκδίδεται μία πρόταση.

27/10/1993: Η γνώμη του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου αναφορικά με την πρώτη Ανάγνωση.

20/07/1994: Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή παρουσιάζει μια τροποποιημένη πρόταση.

20/03/1995: Το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο πληροφορεί την Κοινότητα και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ότι καθίσταται αδύνατη η εκ μέρους του επιτυχία σχετικά με την κοινή αποδοχή της τροποποιημένης πρότασης.

17/07/1998: Η Επιτροπή δημοσιεύει μια νέα πρόταση (αποτελούμενη από δύο μέρη :το πρώτο αναφορικά με το προϊόν ενώ το δεύτερο αναφορικά με την παροχή υπηρεσιών) ως προς την τροποποίηση της οδηγίας του 1985 ενώ παράλληλα αποσύρει την τροποποιημένη πρόταση του 1994.

05/1999: Η τροποποίηση της οδηγίας αναφορικά με τους ΟΣΕΚΑ τίθεται ως πρώτη προτεραιότητα του Σχεδίου Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών της Επιτροπής (Financial Services Action Plan)

07/1999: Αναβολή της πρώτης ανάγνωσης της οδηγίας εντός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου λόγω κοινοβουλευτικών εκλογών.

17/02/2000: Το (νέο πλέον) Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο μετά την επεξεργασία των δύο προτάσεων εκδίδει τις Γνώμες της Πρώτης Ανάγνωσης

30/05/2000: Η επιτροπή παρουσιάζει (σε δύο επίσης μέρη) μία νέα τροποποιημένη πρόταση.

17/10/2000: Το Συμβούλιο των Υπουργών Οικονομικών (ECOFIN) καταλήγει σε πολιτική συμφωνία αναφορικά με την πρώτη πρόταση

12/03/2001: Το ίδιο Συμβούλιο καταλήγει σε πολιτική συμφωνία αναφορικά με την δεύτερη πρόταση

05/06/2001: Το Συμβούλιο (ECOFIN) καταλήγει σε κοινή απόφαση αναφορικά με τις δύο προτάσεις (αποδεχόμενο συνολικά ή εν μέρει είκοσι (20) εκ των είκοσι τεσσάρων (24) τροποποιήσεων του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου σχετικά με την πρώτη ανάγνωση)

23/10/2001: Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο υιοθετεί εξ' ολοκλήρου τις προτάσεις της δεύτερης ανάγνωσης προτείνοντας τρεις (3) μονάχα τροποποιήσεις

04/12/2001: Το Συμβούλιο των Υπουργών Οικονομικών (ECOFIN) υποστηρίζει ολοκληρωτικά τις τροποποιήσεις του Κοινοβουλίου και η νέα οδηγία υιοθετείται.

13/02/2002: Οι δύο νέες Οδηγίες δημοσιεύονται στην Επίσημη Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων L 41.

Η ΤΡΟΠΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΟΔΗΓΙΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΟΣΕΚΑ

Οι πολυάριθμες και πολυετείς προσπάθειες της Προεδρίας των Συμβουλίων της Ευρωπαϊκής Ένωσης ευοδώθηκαν υπό το πρίσμα της θητείας του Βέλγου Προέδρου: Οι υπεύθυνοι των οικονομικών σχέσεων και δεσμών μεταξύ των Ευρωπαϊκών κρατών Υπουργοί (ECOFIN) κατά την διάρκεια της συνάντησης που πραγματοποίησαν την 4^η Δεκεμβρίου 2001 στις Βρυξέλλες υιοθέτησαν και καθιέρωσαν-χωρίς περαιτέρω διαπραγματεύσεις-τις προτεινόμενες αλλαγές σχετικά με την Τροποποίηση της οδηγίας 85/611/EEC αναφορικά με την λειτουργία και το Νομοθετικό Πλαίσιο των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ).

Οι υπ' αριθμόν 2001/108/ΕΚ (αναφορικά με το προϊόν) και 2001/107/ΕΚ (αναφορικά με την εταιρεία διαχείρισης και το απλοποιημένο προσπέκτους) οδηγίες δημοσιεύθηκαν στο Φύλλο L 41 της Επίσημης Εφημερίδας των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων την 13^η Φεβρουαρίου 2002. Η εν λόγω ημερομηνία αποτελεί έκτοτε σημείο αναφοράς σχετικά με όλους τους χρονικούς περιορισμούς και τα κράτη μέλη οφείλουν να θεσπίσουν το αργότερο έως τις 13/08/2003 όλες τις αναγκαίες νομοθετικές, κανονιστικές και διοικητικές διατάξεις προκειμένου να συμμορφωθούν με τις νέες αυτές οδηγίες. Η ενσωμάτωση

και εφαρμογή των διατάξεων αυτών στις νέες οδηγίες πρέπει να λάβει χώρα το αργότερο έως τις 13/02/2004.

Βάσει των οδηγιών του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου ,οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές αξίες έχουν 60 μήνες από την έκδοση προθεσμία παράτασης, προς την εφαρμογή των νέων κανόνων στα πλαίσια της επενδυτικής τους πολιτικής.

Επιβάλλεται καταρχήν η αναφορά στο ότι οι νέες αυτές διατάξεις στοχεύουν στην διασφάλιση μιας ενιαίας εφαρμογής των βασικών κανόνων της οδηγίας ,στα κατ' ιδίαν κράτη-μέλη. Ο στόχος στην συνέχεια επεκτείνεται στην διεύρυνση της ενιαίας αγοράς κατά τέτοιο τρόπο ώστε να δημιουργηθούν περισσότερες κατηγορίες οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες. Επιδιώκεται περαιτέρω, εκσυγχρονισμός της νομοθεσίας που διέπει τις εταιρείες διαχείρισης των ΟΣΕΚΑ ,ενίσχυση των μέσων πληροφόρησης των επενδυτών ,και τόνωση της διαφάνειας ως προς την λειτουργία των εν λόγω οργανισμών.

Το ερώτημα που ωστόσο ανακύπτει είναι γιατί η Επιτροπή δεν επέλεξε την παρουσίαση μιας ενιαίας πρότασης, καταλήγουμε ωστόσο στο πόρισμα ότι προς απάντηση του εν λόγω ερωτήματος θα πρέπει να στηριχτούμε όχι μόνο σε κριτήρια νομικής φύσης, αλλά κυρίως σε κρίσεις νομοθετικής πολιτικής .Η Επιτροπή με το επιχείρημα ότι οι δύο προτάσεις ρυθμίζουν προτάσεις διαφορετικού περιεχομένου, έκρινε σκόπιμο να διαχωρίσει τα εν λόγω ζητήματα, ανάλογα με την φύση τους .

Μετά την υιοθέτηση των δύο προτάσεων, η οδηγία 85/611 θα εξακολουθεί να συνιστά την βασική νομοθετική ρύθμιση των ΟΣΕΚΑ σε ευρωπαϊκό κυρίως επίπεδο, με μόνη την διαφορά της πλήρους αναμόρφωσής της, όχι μόνο στο επίπεδο των ειδικών ρυθμίσεων που θα περιέχει ,αλλά και στο επίπεδο των αρχών διασυννοριακής διάθεσης των μετοχών ή μεριδίων των ΟΣΕΚΑ.

Η διασφάλιση μιας ενιαίας ερμηνευτικής προσέγγισης των κανόνων της οδηγίας επιδιώκεται μέσω της έννοιας των «κινητών αξιών» οι οποίες και θα δύνανται να αποτελούν στοιχείο του ενεργητικού των ΟΣΕΚΑ, μέσω της χρήσης παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, μέσω των κανόνων εκείνων που θα επιτρέπουν τον δανεισμό τίτλων από τους εν λόγω οργανισμούς και μέσω της δυνατότητας των εταιρειών επενδύσεων προς ίδρυση θυγατρικών τους εταιρειών σε τρίτα κράτη.

-Νέο καθεστώς υπό την εφαρμογή των τροποποιήσεων βάσει της Οδηγίας 2001/107/ΕΚ της 21^{ης} Ιανουαρίου 2002

Η οδηγία 85/611 του Συμβουλίου της 20^{ης} Δεκεμβρίου 1985, έχει ήδη συμβάλλει σημαντικά στην υλοποίηση της ενιαίας αγοράς ως προς τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες καθορίζοντας -για πρώτη φορά στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών –την αρχή της αμοιβαίας αναγνώρισης της άδειας λειτουργίας και άλλες διατάξεις οι οποίες διευκολύνουν την ελεύθερη κυκλοφορία στο εσωτερικό της Ευρωπαϊκής Ένωσης των μεριδίων των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων που καλύπτει (unit trusts / Αμοιβαία Κεφάλαια / Ε.Ε.Χ.). Η ίδια ωστόσο οδηγία δεν ρυθμίζει ευρέως την λειτουργία των εταιρειών διαχείρισης, και δεν περιλαμβάνει ειδικότερες διατάξεις ως προς την θέσπιση ισοδύναμων κανόνων λειτουργίας αυτών, ως προς την ίδρυση υποκαταστημάτων και ως προς την ελεύθερη παροχή υπηρεσιών από τέτοιες εταιρείες σε κράτη-μέλη εκτός από το κράτος μέλος καταγωγής τους.

Η άδεια λειτουργίας που το κράτος μέλος καταγωγής παρέχει στην εταιρεία διαχείρισης, θα πρέπει αναμφισβήτητα να εγγυάται την φερεγγυότητα των εν λόγω εταιρειών, όπως άλλωστε και την προστασία του επενδυτή, ούτως ώστε να συμβάλλει στην σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Η δεύτερη πρόταση οδηγίας η οποία εκφράζεται μέσω της Οδηγίας 2001/107/ΕΚ, με στόχο της προσπάθεια εκσυγχρονισμού της νομοθετικής ρύθμισης των εταιρειών διαχείρισης, διευρύνει το πλαίσιο δραστηριοτήτων των εταιρειών αυτών, περιέχει ρυθμίσεις σχετικές με την ανάθεση (delegation) της εξουσίας διαχείρισης των ΟΣΕΚΑ, και ελευθερώνει την διασυνοριακή δραστηριότητα των εταιρειών αυτών, παρέχοντάς τους ένα είδος «ευρωπαϊκού διαβατηρίου», αφού προηγουμένως έχει προσαρμόσει τους κανόνες δραστηριοποίησης των εταιρειών αυτών στις αρχές που διέπουν την παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, κατά το παράδειγμα των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επενδυτικών και ασφαλιστικών επιχειρήσεων.

Η διεύρυνση των δραστηριοτήτων των εταιρειών διαχείρισης επιτυγχάνεται κυρίως με την τροποποίηση του άρθρου 6 της ισχύουσας σήμερα οδηγίας 85/611. Ενώ η ισχύουσα οδηγία περιόριζε το πεδίο των εταιρειών διαχείρισης αποκλειστικά και μόνο στη συλλογική διαχείριση /διαχείριση χαρτοφυλακίου των unit trusts/A.K/ Ε.Ε.Χ. η νέα οδηγία λαμβάνοντας υπ' όψιν τις πρόσφατες εξελίξεις στις νομοθεσίες των κρατών μελών και με σκοπό την επίτευξη δημιουργίας οικονομιών κλίμακας επιτρέπει στην εταιρεία διαχείρισης να ασκεί- πλέον της συλλογικής διαχείρισης –την διαχείριση ατομικών χαρτοφυλακίων, ιδιωτών ή θεσμικών επενδυτών, στα οποία περιλαμβάνονται και οι συνταξιοδοτικοί οργανισμοί (pension funds). Επιτρέπεται επιπλέον η παροχή επενδυτικών συμβουλών ως παρεπόμενη δραστηριότητα της εταιρείας διαχείρισης. Η αντιστοιχία της ρύθμισης επιβάλλεται ιδίως από το γεγονός ότι οι εταιρείες διαχείρισης, όπως και οι εταιρείες επενδύσεων συμπεριλαμβανομένων των τραπεζών, θα δικαιοδοτούνται ως προς την διαχείριση ατομικών χαρτοφυλακίων κάτι που θα

επιβάλλει την εφαρμογή όμοιων κανόνων και την θέσπιση ειδικών διατάξεων για την αποτροπή και την διευθέτηση καταστάσεων σύγκρουσεως συμφερόντων, που θα μπορούσαν να προκληθούν από την ενάσκηση άλλης δραστηριότητας πέρα της συλλογικής διαχείρισης.

Σχετικά με το θέμα της ανάθεσης διαχείρισης, και βάσει των πρακτικών των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης οι οποίες και λαμβάνονται υπόψη της νέας οδηγίας, είναι αναγκαίο η εν λόγω ανάθεση να ανακοινώνεται επαρκώς στο επενδυτικό κοινό, αφού προηγουμένα έχει λάβει την ανάλογη άδεια από τις αρμόδιες αρχές. Η ανάθεση δεν θα πρέπει με κανένα τρόπο να αποκλείει την ευθύνη της εταιρείας διαχείρισης αναφορικά με την ενάσκηση των λειτουργιών και των καθηκόντων της, ενώ σημαντικά ερωτήματα ανακύπτουν σχετικά με το θέμα της ανάθεσης διαφόρων αρμοδιοτήτων σε τρίτο πρόσωπο. Υπό τις συνθήκες αυτές απαιτείται οριοθέτηση του θέματος της συλλογικής διαχείρισης, συμπεριλαμβανομένης φυσικά και της διάθεσης των προϊόντων της εταιρείας διαχείρισης. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφέρουμε ότι η διαχείριση, ως επενδυτική δραστηριότητα (διαχείριση επενδύσεων, εντολές για αγορές ή πωλήσεις διακανονισμοί, οδηγίες) αναλύεται σε α) διοίκηση του οργανισμού (σχέσεις με πελατεία, λογιστική διοίκηση, αποτίμηση, εσωτερικός έλεγχος, έκδοση και εξαγορά μετοχών/ μεριδίων, τήρηση αρχείων) και σε β) διάθεση των προϊόντων (κατάρτιση- έκδοση εντύπων, πωλήσεις, σχέσεις με δίκτυο διανομής).

Με βάση το πρότυπο της οδηγίας αναφορικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες επιτυγχάνεται η προσαρμογή των όρων πρόσβασης που διέπουν τις εταιρείες διαχείρισης με τους όρους που ισχύουν αναφορικά με τους λοιπούς φορείς ενάσκησης ανάλογης δραστηριότητας (πιστωτικά ιδρύματα, επιχειρήσεις επενδύσεων, ασφαλιστικές επιχειρήσεις). Η εν λόγω προσαρμογή επιτυγχάνεται μέσω της παροχής σχετικής άδειας, της ύπαρξης ορίων κεφαλαιακής επάρκειας τις συμμετοχές της εταιρείας διαχείρισης σε άλλες εταιρείες, την εποπτεία των εταιρειών διαχείρισης, τις σχέσεις με τρίτες χώρες κ.λ.π., κύρια δε συνέπεια αυτής αποτελεί η αναγνώριση ενός «ευρωπαϊκού διαβατηρίου» προς τις εταιρείες διαχείρισης ούτως ώστε είτε αυτές να παρέχουν της υπηρεσίες τους σε άλλο κράτος μέλος χωρίς υποχρέωση εγκατάστασης σε αυτό, είτε να ιδρύουν υποκαταστήματα σε κράτη μέλη διαφορετικά από το κράτος καταγωγής τους.

Υπό το καθεστώς της ισχύουσας οδηγίας 85/611 δεν προβλέπεται η ελεύθερη παροχή υπηρεσιών εκ μέρους της εταιρείας διαχείρισης σε άλλο κράτος μέλος, είτε με, είτε χωρίς εγκατάσταση σε αυτό. Μόνο εφόσον ο ίδιος ο οργανισμός θεωρηθεί ως προϊόν επιτρέπεται η διάθεση μετοχών ή μεριδίων του σε άλλο κράτος μέλος. Η ύπαρξη ωστόσο θυγατρικών, των εταιρειών επενδύσεων και διαχείρισης, οι οποίες ασκούν την συλλογική διαχείριση άλλο κράτος μέλος, δεν απαγορεύεται από την ισχύουσα οδηγία.

Η υιοθέτηση της νέας τροποποιημένης οδηγίας ωστόσο αλλάζει ολοκληρωτικά το υπάρχον καθεστώς εφόσον πλέον η εταιρεία διαχείρισης θα δικαιούται όχι μόνο να διαθέτει –μέσω υποκαταστημάτων ή μέσω του καθεστώτος της ελεύθερης παροχής υπηρεσιών σε τρίτο κράτος με ή χωρίς εγκατάσταση σ' αυτό - τα μερίδιά και τις μετοχές των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων που διαχειρίζεται, αλλά θα έχει και την δυνατότητα να παρέχει υπηρεσίες συλλογικής ή και ατομικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου και σε άλλα κράτη μέλη κατόπιν σχετικής εντολής. Η εν λόγω διαχείριση θα καλύπτει και τις εταιρείες επενδύσεων που εδρεύουν σε άλλα κράτη-μέλη και τα αμοιβαία κεφάλαια που διαχειρίζονται εταιρείες με έδρα διαφορετική της καταγωγής τους.

Απαγορεύεται ωστόσο η σύσταση Αμοιβαίου Κεφαλαίου από την εταιρεία διαχείρισης σε διαφορετικό της καταγωγής της κράτος μέλος ,και τούτο διότι κάτι τέτοιο έρχεται σε αντίθεση με την αρχή του εποπτικού ελέγχου που θα πρέπει να ασκεί το κράτος καταγωγής στην εν λόγω εταιρεία.

Η άδεια λοιπόν για την συγκρότηση Αμοιβαίου Κεφαλαίου ή για την σύσταση της εταιρείας επενδύσεων, θα δίδεται από την αρχή του κράτους ,όπου υφίσταται η έδρα των εταιρειών διαχείρισης και επενδύσεων. Από την άποψη των απαιτούμενων διαδικασιών η εταιρεία διαχείρισης η οποία πρόκειται να παρέχει τις υπηρεσίες της σε διασυνοριακό επίπεδο στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης, θα πρέπει να τηρεί την διαδικασία γνωστοποίησης των προθέσεων της που προβλέπεται και για τις εταιρείες επενδύσεων και για τα λοιπά πιστωτικά ιδρύματα.

Το υφιστάμενο πλαίσιο ενημέρωσης των επενδυτών το οποίο και καθορίζεται βάσει της ισχύουσας οδηγίας(85/611) δεν περιλαμβάνει τις νέες εξελίξεις των τεχνικών ενημέρωσης. Με στόχο λοιπόν την επαύξηση της πληροφόρησης των επενδυτών - και συγκεκριμένα του μέσου επενδυτή - η νέα οδηγία προέβλεψε την υποχρεωτική κατάρτιση απλοποιημένου ενημερωτικού δελτίου, επιπρόσθετο του υφιστάμενου πλήρους ενημερωτικό δελτίο. Το νέο αυτό δελτίο πρόκειται να είναι εύχρηστο στους επενδυτές και να αποτελεί συνεπώς πηγή πολύτιμων πληροφοριών προς τον μέσο επενδυτή, παρέχοντας με σαφή και εύκολα κατανοητό τρόπο βασικές πληροφορίες για τους ΟΣΕΚΑ, παραπέμποντας τον παράλληλα – για την συλλογή περισσότερων πληροφοριών - στο αντίστοιχο πλήρες και στις εξαμηνιαίες και ετήσιες εκθέσεις των ΟΣΕΚΑ. Η διάθεση όλων των παραπάνω θα πρέπει να γίνεται δωρεάν προς όλους τους εγγεγραμμένους πριν την υπογραφή της σύμβασης.

Η αρχική πρόταση οδηγίας περιείχε και διατάξεις αναφορικά με τα λεγόμενα venture capital οι οποίες όμως, με το επιχείρημα ότι υπόκεινται σε διαφορετικούς κανόνες λειτουργίας από τους αντίστοιχους των ΟΣΕΚΑ αποσύρθηκαν από την Επιτροπή. Εξετάζεται ωστόσο από την τελευταία ,το ενδεχόμενο υποβολής σχετικής πρότασης στο άμεσο μέλλον.

Οι νέες τροποποιημένες οδηγίες ωστόσο δεν γνωρίζουμε αν τελικά θα κατορθώσουν να εκπληρώσουν ολοκληρωτικά τις προσδοκίες της βιομηχανίας των επενδυτικών κεφαλαίων δημιουργώντας ένα πραγματικό «ευρωπαϊκό διαβατήριο» για τον fund manager και εγκαθιστώντας ένα ενιαίο χώρο δραστηριοποίησης και λειτουργίας των ΟΣΕΚΑ. Θα είμαστε σε θέση να κρίνουμε τα αποτελέσματα των νέων τροποποιήσεων εφόσον οι τελευταίες εφαρμοστούν στην πράξη και διευθετήσουν ικανοποιητικά κάποια σημαντικά –και εκκρεμή σήμερα- σημεία όπως:

- την κοινή ερμηνεία των Οδηγιών αναφορικά με τους ΟΣΕΚΑ στο ευρύτερο επίπεδο των κρατών-μελών,
- την παράλληλη εναρμόνιση των εποπτικών πρακτικών και συστημάτων ελέγχου,
- την θέσπιση κανόνων ενιαίας νομοθεσίας και φορολογικού συστήματος,
- την κατάργηση διοικητικών εμποδίων που αφορούν την διασυνοριακή διανομή,
- την χρήση παραγώγων και άλλων νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων,
- τον καθορισμό της δομής και του μεγέθους της αγοράς σχετικά με όλα τα είδη των επενδυτικών κεφαλαίων,
- την εισαγωγή του λεγόμενου «ευρωπαϊκού διαβατηρίου» για τη λειτουργία των εταιρειών διαχείρισης και την κοινή δραστηριοποίηση των fund managers με σκοπό την προαγωγή του διασυνοριακού marketing,
- τον καθορισμό των διαδικασιών ίδρυσης και εγκατάστασης υποκαταστημάτων των ΟΣΕΚΑ στα ενιαία πλαίσια των κρατών μελών μέσω την ελεύθερης και απρόσκοπτης παροχής υπηρεσιών,
- την εκχώρηση όλων των απαραίτητων αρμοδιοτήτων σχετικά με την σωστή διαχείριση χαρτοφυλακίου ιδιωτών και εταιρειών, και
- την θέσπιση κανόνων σχετικά με την διαχείριση όλων των νέων τύπων ΟΣΕΚΑ, η μορφή και λειτουργία των οποίων βρίσκεται ακόμη-σε πολλά εκ των κρατών μελών –σε εμβρυακό στάδιο.

-Νέο καθεστώς υπό την εφαρμογή των τροποποιήσεων βάσει της Οδηγίας 2001/108/ΕΚ της 21^{ης} Ιανουαρίου 2002.

Βάσει των νέων κανόνων της οδηγίας, και ενώ η αρχική οδηγία 85/611 περιοριζόταν στους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων ανοικτού τύπου οι οποίοι δύναντο να διαθέτουν τα μερίδιά τους στο εντός της Ευρωπαϊκής κοινότητας επενδυτικό κοινό, το ενεργητικό πλέον των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες θα περιλαμβάνει κατά βάση μετοχές, warrants, ομολογίες και άλλες κινητές αξίες που προέρχονται από τιτλοποίηση απαιτήσεων, καθώς και μέσα χρηματαγοράς. Η χρήση των παραγώγων μέσων από τους εν λόγω οργανισμούς είναι εφικτή υπό την προϋπόθεση πάντα ότι υφίσταται επαρκής κάλυψη του ενεργητικού, ο δε δανεισμός τίτλων προϋποθέτει την τήρηση ειδικών κανόνων σχετικά με τον αντισυμβαλλόμενο του οργανισμού, τις παρεχόμενες εγγυήσεις, την κατανομή των κινδύνων και την διάρκεια της σύμβασης δανεισμού.

Ως προς τις περιπτώσεις κατά τις οποίες οι εταιρείες επενδύσεων θα δύνανται να ιδρύουν θυγατρικές εταιρείες σε τρίτα κράτη, με σκοπό την διαχείριση, την παροχή συμβουλών, ή την διάθεση μετοχών κατ' άρθρο 25(3), η νέα πρόταση οδηγίας εξειδικεύει ότι η εν λόγω δυνατότητα θα ισχύει, κατ' εξαίρεση, μόνο με τις προϋποθέσεις του άρθρου 25(3) (δ) (μόνο για τους ΟΣΕΚΑ εκείνους που κατέχουν μετοχές στο κεφάλαιο εταιρείας τρίτου κράτους η οποία και επενδύει το ενεργητικό της κυρίως σε τίτλους εκδοτών υπηκόων αυτού του κράτους, εφ' όσον η συμμετοχή αυτή αποτελεί για τον ΟΣΕΚΑ την μόνη δυνατότητα επένδυσης σε τίτλους εκδοτών αυτού του κράτους).

Η επέκταση του πεδίου εφαρμογής της οδηγίας επιδιώκεται με την πρόβλεψη διαφόρων άλλων χρηματοοικονομικών μέσων όπου και θα επιτρέπεται η επένδυση από τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων. Τέτοιου είδους μέσα αποτελούν κατά κύρια βάση οι τραπεζικές καταθέσεις, τα μερίδια άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, και τα διάφορα τυποποιημένα δικαιώματα futures και options. Ως προς το πρώτο θέμα της επένδυσης σε καταθέσεις τραπεζών εξετάζονται - μέσω της Επιτροπής- οι περιπτώσεις σχηματοποίησης του ύψους των ανώτατων και κατώτατων ορίων, τα ειδικότερα χαρακτηριστικά των πιστωτικών ιδρυμάτων που θα δέχονται τις εν λόγω καταθέσεις, και τα αντίστοιχα των ίδιων των καταθέσεων. Ιδιαίτερης σημασίας παρουσιάζεται το θέμα του κατά πόσο θα πρέπει να απαγορευθεί η επένδυση των στοιχείων του ενεργητικού του οργανισμού, σε καταθέσεις προς τον θεματοφύλακά του.

Αναφορικά τώρα με τις επενδύσεις σε μερίδια άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες η λύση η οποία και προωθείται μέσω της εξεταζόμενης πρότασης επιτρέπει την συνολική επένδυση του ενεργητικού του οργανισμού σε τέτοια στοιχεία, εφόσον τα τελευταία απεικονίζουν το ενεργητικό του ΟΣΕΚΑ κατά την έννοια της οδηγίας.

Τα λεγόμενα funds of funds θα υπόκεινται σε ελαστικότερους κανόνες, ως προς την εφαρμογή της κατανομής των κινδύνων, στο μέτρο που θα επιτρέπεται να επενδύουν το ενεργητικό τους σε

ποσοστό μεγαλύτερο του 10% στα μερίδια ενός οργανισμού. Απαγορεύεται ωστόσο η επένδυση ενός fund of fund σε κάποιο άλλο αντίστοιχο (cascade fund).

Ειδικά μέτρα βάσει των οποίων οι αρμόδιες αρχές θα βεβαιώνουν την ύπαρξη ειδικής επαγγελματικής εμπειρίας των διευθύνοντων, την εταιρεία διαχείρισης, προσώπων, προβλέπονται και στις περιπτώσεις επένδυσης των ΟΣΕΚΑ σε τυποποιημένα options και futures χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Η χρήση των παραγώγων μέσων θα έγκειται στα πλαίσια της γενικής επενδυτικής πολιτικής τους και θα αφορούν κυρίως λόγους αντιστάθμισης κινδύνων προκειμένου να επιτυγχάνουν συγκεκριμένους οικονομικούς στόχους ή το προφίλ του κινδύνου που περιγράφεται στο ενημερωτικό δελτίο. Με σκοπό την προστασία των επενδυτών θα πρέπει να περιοριστεί η μέγιστη δυνατή έκθεση σε κινδύνους προερχόμενους από χρηματοοικονομικά παράγωγα, ούτως ώστε να μην υπερβαίνουν την συνολική καθαρή αξία του ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ. Προς διασφάλιση της διαρκούς επίγνωσης των κινδύνων και των υποχρεώσεων από πράξεις με αντικείμενο παράγωγα μέσα και με σκοπό τον έλεγχο της τήρησης των επενδυτικών ορίων, οι εν λόγω κίνδυνοι και υποχρεώσεις πρέπει να μετρώνται και να παρακολουθούνται διαρκώς. Τέλος για την προστασία των επενδυτών μέσω της ενημέρωσής τους οι ΟΣΕΚΑ οφείλουν να περιγράφουν τις στρατηγικές τους, τις μεθόδους τους και τα επενδυτικά όρια που ακολουθούν στις πράξεις με αντικείμενο παράγωγα μέσα.

Κύριοι Στόχοι εφαρμογής της τροποποιημένης οδηγίας 2001/107/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της

21^{ης} Ιανουαρίου 2002.

Βασικός στόχος της παρούσας τροποποίησης είναι η βελτίωση της οδηγίας 85/611 σχετικά με τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες , μέσω της αναθεώρησης και του συγχρονισμού των κανονισμών που διέπουν την εταιρεία διαχείρισης των ΟΣΕΚΑ μέσω:

1.της σύστασης του λεγόμενου “ευρωπαϊκού διαβατηρίου” για τις εταιρείες διαχείρισης

Κατά τις πρόσφατες συζητήσεις των εθνικών αντιπροσωπειών, επισημάνθηκε ότι το Ευρωπαϊκό Διαβατήριο θα επιτρέψει στις εταιρείες διαχείρισης να παρέχουν τις υπηρεσίες τους ως προς την διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων και των εταιρειών επενδύσεων χαρτοφυλακίου σε άλλα κράτη μέλη διαφορετικά από τα αντίστοιχα της καταγωγής τους.

Στην βάση μίας τέτοιου είδους εξουσιοδότησης οι εταιρείες διαχείρισης θα κατέχουν το δικαίωμα ανάπτυξης και εφαρμογής, μέσα στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, των δικών τους δικτύων

διανομής (υποκαταστήματα, ηλεκτρονικά κανάλια διανομής κ.λ.π.) των μονάδων (μεριδίων/μετοχών) των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων που διαχειρίζονται.

2) Της επανεξέτασης των υπαρχόντων περιορισμών από την σκοπιά των εταιρειών διαχείρισης

Κύριος στόχος της ισχύουσας αρχής της αποκλειστικότητας είναι η επίτευξη ενός συστήματος διασφάλισης και προστασίας των επενδυτών, και παράλληλα η εξασφάλιση ενός άριστου επιπέδου εξειδίκευσης των εταιρειών διαχείρισης. Επιπρόσθετα, λόγω του γεγονότος ότι οι τελευταίες διενεργούν τις επενδυτικές τους δραστηριότητες προς όφελος των επενδυτών και όχι των ιδίων, αποφεύγονται σημαντικές συγκρούσεις συμφερόντων και προβλήματα σταθερότητας που μπορεί να προκύψουν κατά την άσκηση των καθηκόντων τους. Είναι λοιπόν σημαντική η διατήρηση του συγκεκριμένου σκοπού.

Ωστόσο, λαμβάνοντας υπ όψιν τις εξελίξεις στον τομέα των εθνικών νομοθεσιών, οι οποίες οδηγούν στην εξάλειψη των διαφορών που υφίστανται μεταξύ της συλλογικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου και της αντίστοιχης ατομικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου (διαχείριση των επενδύσεων μεμονωμένων πελατών, συμπεριλαμβανομένων και των συνταξιοδοτικών οργανισμών), η νέα οδηγία παρέχει στα κράτη-μέλη όλες τις απαιτούμενες δικαιοδοσίες, ώστε αυτά με την σειρά τους να αναθέτουν στις εταιρείες διαχείρισης όλες τις απαιτούμενες αρμοδιότητες άσκησης των δύο παραπάνω τύπων διαχείρισης (συλλογική και ατομική), σε συνδυασμό με την παροχή επενδυτικών συμβουλών και το δικαίωμα φύλαξης των μονάδων (μερίδια /μετοχές) των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων.

Με πρωταρχικό στόχο την προστασία των επενδυτών, οι εταιρείες διαχείρισης δεν θα κατέχουν την αρμοδιότητα διεκπεραίωσης επιπρόσθετων καθηκόντων.

Με δεδομένο επίσης το γεγονός ότι σήμερα η ατομική διαχείριση χαρτοφυλακίου διενεργείται βάσει των προβλεπόμενων κανόνων της οδηγίας 92/22/ΕΟΚ σχετικά με την ρύθμιση των επενδυτικών υπηρεσιών, είναι αναγκαία η υιοθέτηση κανόνων που δεν θα αποκλίνουν σημαντικά από τους ήδη υπάρχοντες.

3) Της διευθέτησης κρίσιμων θεμάτων αναφορικά με τις δραστηριότητες της εταιρείας διαχείρισης

Με δεδομένο των γεγονότων της ύπαρξης διαφορετικών απόψεων σχετικά με την οργάνωση και λειτουργία της συλλογικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου μεταξύ των κρατών μελών, είναι απαραίτητη η

διασφάλιση της αμοιβαίας αναγνώρισης και της αποδοχής των διαφορετικών λύσεων και τεχνικών εκάστου κράτους μέλους. Σκοπός της παρούσας οδηγίας (2001/107/ΕΚ) είναι κατά συνέπεια η διαλεύκανση σημαντικών θεμάτων όπως:

- Το σύνολο των λειτουργιών και δραστηριοτήτων που περιλαμβάνονται στον όρο "συλλογική διαχείριση χαρτοφυλακίου"
- Τη δικαιοδοσία των κρατών μελών αναφορικά με την άδεια που δύνανται να χορηγήσουν στις εταιρείες διαχείρισης προκειμένου οι τελευταίες, με σκοπό την καλύτερη οργάνωση και διεκπεραίωση των συναλλαγών τους και υπό την τήρηση συγκεκριμένων προϋποθέσεων, να μπορούν να αναθέτουν σε τρίτους μέρος ή το σύνολο των λειτουργιών τους, χωρίς αυτό να επηρεάζει καθόλου τις υπάρχουσες υποχρεώσεις τους.

4) Της θέσπισης κανονισμών αναφορικά με την διαδικασία ανακοινώσεων σε επίπεδο διασυνοριακής κατανομής των μονάδων (μεριδίων / μετοχών) των ΟΣΕΚΑ

Βάσει των μέχρι σήμερα δεδομένων η διαδικασία διασυνοριακής κατανομής των μετοχών/ μεριδίων των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων γινόταν σύμφωνα με μία διπλά προγραμματισμένη κοινοποίηση: αφενός προς τις αρμόδιες αρχές του κράτους καταγωγής και αφετέρου προς τις αντίστοιχες του κράτους μέλους υποδοχής.

Η οδηγία 2001/107/ΕΚ τείνει να ευθυγραμμίσει την διαδικασία κατανομής των μονάδων των ΟΣΕΚΑ με την αντίστοιχη ισχύουσα διαδικασία που αφορά την διασυνοριακή παροχή των προβλεπόμενων υπηρεσιών και που είναι περισσότερη συμβατή με τις αρχές ελέγχου εκάστου κράτους μέλους καταγωγής. Η εταιρεία διαχείρισης ευθύνεται κατά συνέπεια ως προς την κοινοποίηση των προθέσεων της αναφορικά με την προώθηση / διάθεση –είτε μέσω δικών της υποκαταστημάτων είτε μέσω της διαδικασίας ελεύθερης παροχής υπηρεσιών- των μονάδων (μερίδια / μετοχές) των, υπό την δική της διαχείριση, ΟΣΕΚΑ. Η εν λόγω κοινοποίηση απευθύνεται αρχικά στις αρμόδιες αρχές του κράτους καταγωγής οι οποίες με την σειρά τους κοινοποιούν την πληροφορία στις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους υποδοχής.

Από την στιγμή που η εφαρμογή και η επίβλεψη του κατά πόσο η εν λόγω εφαρμογή ενσωματώνεται στους κανόνες της αγοράς ,είναι δύο παράμετροι που υπόκεινται στις αρμοδιότητες του κράτους μέλους υποδοχής , η νέα οδηγία δεν θα προκαλέσει αλλαγές στον ήδη υπάρχοντα κανονισμό βάσει του οποίου η έναρξη της διάθεσης των μονάδων (μετοχών / μεριδίων) των ΟΣΕΚΑ μπορεί να λάβει χώρα

μετά την εκπνοή συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος (δύο μήνες), κατά την διάρκεια του οποίου οι αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους υποδοχής δύνανται να διενεργήσουν έλεγχο ως προς την συμμόρφωση των διαδικασιών με τους υπάρχοντες κανόνες. Στην περίπτωση της διασυνοριακής διάθεσης των μονάδων χωρίς την ίδρυση υποκαταστημάτων το χρονικό διάστημα των δύο μηνών μειώνεται σε έναν.

5) Της σύστασης απλοποιημένων ενημερωτικών δελτίων

Έως το σημείο αυτό ήταν γενικότερα αντιληπτό ότι η καταλληλότερη διαδικασία ως προς την ενημέρωση των επενδυτών, ήταν η παροχή προς αυτούς ενός “πακέτου” αξιολογών και ουσιαστικών πληροφοριών, με σκοπό την δυνατότητα διαμόρφωσης εμπειριστατωμένης άποψης και κρίσης αναφορικά με την ποιότητα των επενδύσεων σε μονάδες (μερίδια / μετοχές) των ΟΣΕΚΑ, και την προτίμηση των επενδυτών σε εκάστη επένδυση ξεχωριστά.

Πρόσφατα ωστόσο, και κυρίως κατά την διάρκεια των τελευταίων ετών, έχει γίνει ευρέως αποδεκτή η άποψη ότι το υφιστάμενο πλαίσιο ενημέρωσης των επενδυτών που προβλέπεται βάσει της ισχύουσας οδηγίας 85/611 δεν είναι ικανοποιητικό, υπό την έννοια ότι δεν καλύπτει επαρκώς τις ανάγκες του μέσου επενδυτή, η αποτελεσματική προστασία του οποίου μπορεί να επιτευχθεί μόνο μέσω της παροχής διάφανων, σωστών και λογικά τεκμηριωμένων πληροφοριών.

Μέσω της νέας τροποποιημένης οδηγίας συστήνεται ένα απλοποιημένο ενημερωτικό δελτίο το οποίο θα περιέχει όλες τις απαραίτητες πληροφορίες οι οποίες πρόκειται επίσης να περιληφθούν στο νέο σχέδιο C (Schedule C) το οποίο και θα προσαρτάται στο ήδη υπάρχον παράρτημα της οδηγίας

Το απλοποιημένο αυτό ενημερωτικό δελτίο θεωρητικά αποτελεί ένα υποχρεωτικό δελτίο παροχής πληροφοριών, η προσφορά του οποίου πριν από την υπογραφή της σύμβασης, αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για τον δυνητικό επενδυτή. Απεναντίας η προσφορά του ήδη υπάρχοντος, πλήρους ενημερωτικού δελτίου που περιέχει μία περισσότερο λεπτομερή περιγραφή των πληροφοριών αναφορικά με τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων δεν θα είναι πλέον υποχρεωτική. Η διάθεση των παραπάνω δελτίων θα γίνεται χωρίς καμία απολύτως χρέωση του επενδυτή.

Η παραπάνω περιγραφόμενη προσέγγιση αναφορικά με την πληροφόρηση των επενδυτών, έχει ήδη υιοθετηθεί από πολλά κράτη-μέλη της Ένωσης.

Κύριοι Στόχοι εφαρμογής της τροποποιημένης οδηγίας 2001/108/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της

21^{ης} Ιανουαρίου 2002.

Ο κύριος σκοπός της παρούσας τροποποίησης είναι η διεύρυνση του πλαισίου των επενδυτικών δραστηριοτήτων των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, μέσω της δυνατότητας που τους παρέχεται αναφορικά με την επένδυση των μονάδων τους σε άλλους είδους συλλογικές μορφές επενδύσεων, τυποποιημένα options, Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures), καταθέσεις σε πιστωτικά ιδρύματα και σε συγκεκριμένα μέσα χρηματαγοράς. Ειδικό κανόνες διασποράς του κινδύνου (risk spreading rules) συστήνονται αναφορικά με τις παραπάνω επενδύσεις. Επιπρόσθετα αναφέρουμε, ότι βασική πρόθεση σύστασης των κανόνων διασποράς του κινδύνου αποτελεί η ειδική εφαρμογή αυτών στις περιπτώσεις επένδυσης που αποσκοπούν στην αναπαραγωγή ενός δείκτη μετοχών. Οι εν λόγω επενδύσεις είναι γνωστές ως Index Funds.

Με στόχο την ομοιόμορφη εφαρμογή της οδηγίας, γίνονται σαφείς διευκρινίσεις συγκεκριμένων όρων που περιέχονται στην οδηγία, συμπεριλαμβανομένων των εννοιών "κινητές αξίες" και "μέσα χρηματαγοράς". Καθορίζονται επίσης νέες διατάξεις ως προς την οριοθέτηση της έκτασης του κινδύνου στον οποίο μπορεί να εκτεθεί μία επένδυση, με σκοπό την αποφυγή του συναλλαγματικού κινδύνου και την επίτευξη αποτελεσματικών διαδικασιών διαχείρισης χαρτοφυλακίου μέσω της χρήσης παραγώγων προϊόντων (συμπεριλαμβανομένων των OTC παραγώγων-αυτών που διαπραγματεύονται εξωχρηματιστηριακά). Οι διατάξεις ακόμα συστήνονται με σκοπό την οριοθέτηση του δανεισμού επί διαφόρων τίτλων ως προς την επίτευξη και πάλι της αποτελεσματικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου.

Εφαρμογή και γενικά σχόλια

Βάσει της νέας πρότασης αναμένεται η προώθηση της δημιουργίας μιας εσωτερικής αγοράς στον τομέα παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και η ενδυνάμωση της αγοράς των συλλογικών επενδύσεων. Οι ίδιοι οι επενδυτές θα αποκτήσουν πρόσβαση σε μία ευρύτερη γκάμα ευκαιριών επένδυσης σε μέσα τα οποία προβλέπονται από την ίδια οδηγία.

Σκοπός της νέας πρότασης με άλλα λόγια είναι η απελευθέρωση των επενδυτικών δυνατοτήτων και ευκαιριών, η εξασφάλιση ενός ομοιόμορφου ελάχιστου επιπέδου προστασίας των επενδυτών και η διασφάλιση ενός επιπέδου ισορροπίας μεταξύ της ελεύθερης διασυνοριακής διάθεσης των μονάδων των ΟΣΕΚΑ και του επιπέδου προστασίας που οι επενδυτές θα πρέπει να λαμβάνουν. Μία γενική παρατήρηση αναφορικά με την νέα τροποποίηση της ισχύουσας οδηγίας αποτελεί το ότι οι διατάξεις

σχετικά με την ανταλλαγή πληροφοριών είναι αναχρονισμένες και επιβάλλεται η τροποποίηση αυτών, ώστε να συμπεριληφθεί τόσο η νέα κοινωνία πληροφοριών, όσο και η χρήση του Internet.

Σχολιασμός εκάστης τροποποίησης

1. Επενδύσεις σε Κινητές Αξίες

Εάν παρατηρήσουμε προσεκτικά θα καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι η ισχύουσα οδηγία 85/611 δεν προβαίνει σε τροποποίηση του παραπάνω ορισμού. Επιβάλλεται ωστόσο η εναρμόνιση του ορισμού περί κινητών αξιών με τον αντίστοιχο της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες του τομέα των ασφαλειών.

Ο ήδη υπάρχον ορισμός –βάσει του οποίου επιτρέπεται η επένδυση του ενεργητικού ενός κεφαλαίου σε μονάδες άλλων συλλογικών μορφών επένδυσης- παραπέμπει σε επενδύσεις κεφαλαίων σε ανοικτού τύπου οργανισμούς που δραστηριοποιούνται παγκοσμίως, ανεξάρτητα από το αν οι οργανισμοί του τύπου αυτού υπόκεινται στις διατάξεις της οδηγίας, ώστε να επιτυγχάνεται η ρύθμιση σημαντικών παραμέτρων όπως π.χ. η διασπορά του κινδύνου και η προστασία των επενδυτών. Με στόχο λοιπόν την συνέχιση της ανάπτυξης, σημαντική προϋπόθεση είναι η δημιουργία ενός ευέλικτου και ελεύθερου πλαισίου κανονισμών, χωρίς ωστόσο να καταστρατηγείται η βασική αρχή της προστασίας των επενδυτών όπως αυτή προβλέπεται από την ισχύουσα οδηγία του 1985 και επιτρέπει την τοποθέτηση κεφαλαίων σε άλλου είδους επενδύσεις οι οποίες ωστόσο δεν υπόκεινται στις διατάξεις της τροποποιημένης οδηγίας αναφορικά με τις μεθόδους διασποράς των κινδύνων και την προστασία των επενδυτών.

Είναι λοιπόν απαραίτητη η διάκριση μεταξύ των επενδύσεων σε μονάδες κεφαλαίων βάσει των κανόνων της Οδηγίας (εναρμονισμένες επενδύσεις) και των επενδύσεων εκείνων σε κεφάλαια που δεν κανονίζονται μέσω των υπαρχουσών διατάξεων. Οι τελευταίες θα πρέπει να λαμβάνουν χώρα υπό ειδικές και μόνο προϋποθέσεις. Με στόχο λοιπόν την διατήρηση της διαφάνειας και της συμμόρφωσης, οι εν λόγω επενδύσεις θα γίνονται επιτρεπές όταν πληρούνται βασικά ποιοτικά κριτήρια (ελέγχου, προστασία επενδυτών κ.λ.π.). Επιπρόσθετα, η ύπαρξη ποσοτικών κριτηρίων (έκθεση στον κίνδυνο) είναι απαραίτητη, τόσο για τις προβλεπόμενες, από τις υπάρχουσες διατάξεις, επενδύσεις όσο και για τις μη προβλεπόμενες (τροποποιήσεις άρθρων 19(1) (ε) και 24)

2. Επενδύσεις σε τραπεζικές καταθέσεις

Οι επενδύσεις σε τραπεζικές καταθέσεις θα πρέπει να προσδιοριστούν με πολλούς και ποικίλους τρόπους. Οι επενδύσεις σε πιστωτικά ιδρύματα χωρών εκτός της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, πρέπει να περιοριστούν αποκλειστικά και μόνο στις χώρες εκείνες οι οποίες εφαρμόζουν κανόνες εποπτείας τουλάχιστο τόσο αυστηρούς όσο και οι αντίστοιχοι των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Με στόχο επίσης την αποφυγή προβλημάτων ρευστότητας, η διάρκεια των εν λόγω επενδύσεων θα πρέπει να ανέρχεται έως το μέγιστο χρονικό διάστημα των δώδεκα μηνών. Ωστόσο η προσπάθεια επέκτασης των κανονισμών αναφορικά με την διασπορά του κινδύνου και η προσπάθεια υιοθέτησης διαφόρων περιορισμών ως προς την επένδυση των κινητών αξιών σε τραπεζικές καταθέσεις, απορρίφθηκαν από την πλειοψηφία της Επιτροπής (Άρθρα 19(1) (f) και 22(1) (a)).

3. Επενδύσεις και Συναλλαγές σε Χρηματοοικονομικά Παράγωγα.

Βάσει της τροποποιημένης οδηγίας γίνεται διάκριση μεταξύ των χρηματιστηριακών και εξωχρηματιστηριακών παραγώγων (OTC).

Οι συναλλαγές σε εξωχρηματιστηριακά παράγωγα δεν αποτελούν έναν από τους κύριους τύπους επενδύσεων των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, αλλά θα πρέπει κατά κύριο λόγο να χρησιμοποιούνται με σκοπό την επίτευξη αποτελεσματικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου, και την αντιστάθμιση των συναλλαγματικών κινδύνων. Η αγορά των παραγώγων έχει σημειώσει ραγδαία ανάπτυξη σε σχεδόν τα περισσότερα κράτη μέλη κατά την διάρκεια των τελευταίων ετών. Είναι κατά συνέπεια σημαντική η ύπαρξη ενός ευέλικτου πλαισίου κανονισμών, ως προς την απελευθέρωση των αγορών, υπό την προοπτική των μελλοντικών εξελίξεων. Οι επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά παράγωγα θα πρέπει να λαμβάνουν χώρα υπό το πρίσμα της ύπαρξης τόσο των ποσοτικών (έκθεση του αντισυμβαλλομένου στον κίνδυνο, συνολική έκθεση στον κίνδυνο) όσο και των ποιοτικών κριτηρίων (μέσα προστασίας των επενδυτών) κ.λ.π. (Άρθρα 19(g) (h), 21(3), 22(1)(a)).

4. Αναπαράσταση δεικτών επί μετοχών

Μέσω της εν λόγω αναπαράστασης τίθεται ένας επιπλέον κανόνας σχετικά με τις επενδύσεις σε κεφάλαια που απεικονίζουν την πορεία κάποιου δείκτη, εξασφαλίζοντας παράλληλα σημαντική διασπορά του υφιστάμενου κινδύνου και μειώνοντας τα κόστη συναλλαγών. Ο αναφερόμενος δείκτης δύναται να σχηματίζεται είτε από μετοχές είτε από ομόλογα ή ομολογίες, ωστόσο το υψηλό ποσοστό

του ανώτατου ορίου που προβλέπεται σε τέτοιου είδους επενδύσεις δεν διασφαλίζει την επαρκή διαφοροποίηση και επιβάλλεται κατά συνέπεια η μείωσή του σε ποσοστό τέτοιο ώστε να τηρείται η θεμελιώδης αρχή της διασποράς του κινδύνου. Με σκοπό την αποφυγή της οποιασδήποτε διαταραχής στην αγορά, η οποία δύναται να προκύψει από το γεγονός των διαφορετικών μεθόδων αναπαραγωγής των δεικτών που υιοθετούνται από το σύνολο των κρατών μελών, επιβάλλεται εκ μέρους των ΟΣΕΚΑ η αναπαράσταση δεικτών οι οποίοι πληρούν συγκεκριμένες προϋποθέσεις.

Συνοπτική περιγραφή και σχόλια αναφορικά με τις τροποποιήσεις /βελτιώσεις της ισχύουσας οδηγίας 85/611 σχετικά με τους ΟΣΕΚΑ μέσω της νέας οδηγίας 2001/107/ΕΚ

ΑΡΘΡΟ 1-Τροποποιήσεις της οδηγίας 85/611/ΕΟΚ

Τροποποίηση 1^η

Βάσει της παρούσας αλλαγής παρουσιάζεται συνοπτικά η ορολογία της νέας οδηγίας σχετικά με τους ΟΣΕΚΑ. Παρουσιάζονται συνοπτικά όροι σχετικοί με τις εταιρείες διαχείρισης, τον θεματοφύλακα, τα κράτη μέλη (υποδοχής-καταγωγής), τα υποκαταστήματα, τις αρμόδιες αρχές, τις ειδικές συμμετοχές, το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων, το αρχικό κεφάλαιο, τις θυγατρικές εταιρείες, την οδηγία ISD (93/22/ΕΟΚ για τις επενδυτικές υπηρεσίες), κ.λ.π.

Τροποποίηση 2^η –Άρθρο 4 (Δικαιοδοσίες / Αρμοδιότητες των ΟΣΕΚΑ)

Η συγκεκριμένη τροποποίηση αναφέρεται σε “τεχνικές βελτιώσεις” των συνθηκών που πρέπει να ισχύουν, ούτως ώστε οι αρμόδιες αρχές μετά από την διενέργεια ελέγχου πιστοποίησης της ισχύος των εν λόγω συνθηκών, να είναι σε θέση να παραχωρήσουν εξουσία και ανάλογες αρμοδιότητες στους ΟΣΕΚΑ

Τα απαραίτητα κριτήρια προς απόδοση εξουσίας και παραχώρηση αρμοδιοτήτων προς τις εταιρείες διαχείρισης αναφέρονται, βάσει της νέας οδηγίας 2001/107/ΕΚ, στα προστιθέμενα άρθρα 5, 5α και 5β

Τροποποίηση 3^η –Άρθρα 5 και 6 (Εταιρεία Διαχείρισης)

Βάσει της παρούσας τροποποίησης συστήνεται ένας αριθμός νέων άρθρων, σε αντικατάσταση των ήδη υπάρχοντων άρθρων 5 και 6, όπου περιγράφονται οι διαδικασίες που προβλέπει ο νέος κανονισμός ο

οποίος και διέπει τις εταιρείες διαχείρισης. Περιγράφονται συνοπτικά οι προϋποθέσεις άσκησης δραστηριότητας εκ μέρους των εταιρειών διαχείρισης (επίσημη άδεια από αρμόδιες αρχές, επιπλέον τομείς παροχής υπηρεσιών από τις Εταιρείες Διαχείρισης πέρα των A/K, / E.E.X. / Unit Trusts, αρχικό κεφάλαιο και ανώτατα όρια του χαρτοφυλακίου της Εταιρείας Διαχείρισης, χαρτοφυλάκια διαχειριζόμενα από την ίδια και κριτήρια επιλογής των διευθυνόντων αυτής, καταστατική έδρα, λόγοι ανάκλησης της άδειας λειτουργίας,), οι σχέσεις με τρίτες χώρες ,οι προϋποθέσεις άσκησης των δραστηριοτήτων εκ μέρους της εταιρείας διαχείρισης , κανόνες προληπτικής εποπτείας (λογιστικές/ διοικητικές διαδικασίες, μηχανισμοί εσωτερικού ελέγχου, χαρακτήρας συναλλαγών, σωστή επένδυση στοιχείων του ενεργητικού των ΟΣΕΚΑ, διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων), προϋποθέσεις ανάθεσης λειτουργιών/ δραστηριοτήτων σε τρίτους ,κανόνες δεοντολογίας προς τήρηση εκ μέρους των εταιρειών διαχείρισης, δικαίωμα εγκατάστασης και ελεύθερης παροχής υπηρεσιών, υποκαταστήματα και προϋποθέσεις σύστασης αυτών σε εκτός έδρας περιοχή, παροχή πληροφοριών προς το κράτος μέλος υποδοχής εκ μέρους της εταιρείας διαχείρισης, τρόποι πρόληψης και κολασμού λόγω μη τήρησης εκ μέρους της εταιρείας διαχείρισης όλων των κανονιστικών/ νομοθετικών διατάξεων του κράτους μέλους υποδοχής, τρόποι προστασίας επενδυτών και ενημέρωσης της Επιτροπής κ.λ.π.)

Άρθρο 5

Το εν λόγω άρθρο προβλέπει:

- Την αρχή της αμοιβαίας αναγνώρισης η οποία πηγάζει από τις αρμοδιότητες, τα καθήκοντα, τις υποχρεώσεις και την γενικότερη "εξουσία" που παραχωρείται στις εταιρείες διαχείρισης.
- Οι εταιρείες διαχείρισης κατέχουν το δικαίωμα διαχείρισης του ενεργητικού των κοινών ομολόγων, των unit trusts, και των εταιρειών επενδύσεων (συλλογική διαχείριση χαρτοφυλακίου) ενώ όλες οι απαιτούμενες διαδικασίες αναφορικά με την διαχείριση των παραπάνω, αναφέρονται αναλυτικά στο νέο προσάρτημα το οποίο και πρόκειται να συμπεριληφθεί στην οδηγία.
- Τα κράτη μέλη επιπλέον, δύνανται να εξουσιοδοτήσουν τις εταιρείες διαχείρισης σχετικά με την παροχή επιπρόσθετων υπηρεσιών αναφορικά με την ατομική διαχείριση χαρτοφυλακίου .Λόγω ωστόσο του γεγονότος ότι η παρούσα υπηρεσία καλύπτεται ήδη από τις διατάξεις της οδηγίας ISD, οι εταιρείες διαχείρισης –μόνο για την συγκεκριμένη περίπτωση και σε συνάρτηση με την αντίστοιχη λύση που υιοθετήθηκε για τις τράπεζες – θα υπόκεινται στις προβλέψεις της οδηγίας ISD.

- Τα κράτη- μέλη δύνανται να δικαιοδοτήσουν τις εταιρείες διαχείρισης να αναλάβουν δύο είδη παρεπόμενων δραστηριοτήτων, λειτουργικά ωστόσο συνδεδεμένων με τις κύριες δραστηριότητες αυτών: την παροχή επενδυτικών συμβουλών και την ασφαλή φύλαξη των μονάδων των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων.

Άρθρο 5α

Το εν λόγω άρθρο εναποθέτει τα κριτήρια σχετικά με την παραχώρηση εξουσίας των εταιρειών διαχείρισης στο κράτος μέλος καταγωγής τους και τις συνθήκες υπό τις οποίες η εν λόγω άδεια μπορεί να ανακληθεί. Τα εν λόγω κριτήρια στηρίζονται κατά βάση σε προϋποθέσεις που προβλέπει η οδηγία ISD αναφορικά με τις εταιρείες επενδύσεων.

Βάσει των διατάξεων του άρθρου τίθενται επίσης κανόνες σχετικά με το ελάχιστο όριο του αρχικού κεφαλαίου που απαιτείται ως προς την παροχή “εξουσιών” προς τις εταιρείες διαχείρισης. Το άρθρο κάνει διάκριση μεταξύ:

1. Των εταιρειών διαχείρισης οι αρμοδιότητες των οποίων καλύπτουν αποκλειστικά τον τομέα της συλλογικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου: ως προς τον τομέα αυτό προβλέπεται το ελάχιστο ποσό των 125,000 € Το εν λόγω ποσό θα αποτελεί συνάρτηση του αντίστοιχου προβλεπόμενου μέσω της οδηγίας 93/6/ΕΟΚ αναφορικά με τις εταιρείες εκείνες οι οποίες δεν κατέχουν το δικαίωμα φύλαξης χρηματικών ποσών ή τίτλων των επενδυτών.
2. Των εταιρειών διαχείρισης, οι αρμοδιότητες των οποίων καλύπτουν παράλληλα και τον τομέα της ατομικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου: Το είδος των εταιρειών αυτών απαιτείται να έχει, επιπρόσθετα των 125.000 €, το ύψος του αρχικού κεφαλαίου που απαιτείται βάσει της οδηγίας 93/6/ΕΟΚ (σχετικά με την κεφαλαιακή επάρκεια των εταιρειών επενδύσεων και τα πιστωτικά ιδρύματα) για τις εταιρείες που έχουν το ίδιο αντικείμενο δραστηριότητας (ή διαφορετικά αρχικό ύψος κεφαλαίου 125,000 € το οποίο μπορεί να μειωθεί σε 50,000 € στην περίπτωση που η εταιρεία δεν είναι εξουσιοδοτημένη ως προς την φύλαξη χρηματικών ποσών ή τίτλων/ αξιών του επενδυτή).

Τέλος, λαμβανομένων υπόψη των διατάξεων της οδηγίας 95/26/ΕΟΚ, της 29^{ης} Ιουνίου 1995, σχετικά με την ενδυνάμωση της επίβλεψης και του ελέγχου, η παρούσα τροποποίηση εισάγει κανόνες βάσει των οποίων θεσμοθετείται ότι η χορήγηση των εξουσιών από τις αρμόδιες αρχές προς τις εταιρείες

διαχείρισης, θα γίνεται κατόπιν πιστοποίησης ότι παρά την ύπαρξη δεσμών μεταξύ των εταιρειών διαχείρισης και οποιωνδήποτε φυσικών ή νομικών προσώπων, η αποτελεσματικότητα της διαχείρισης δεν θα υπονομευθεί.

Άρθρο 5β

Το εν λόγω άρθρο παραθέτει διατάξεις όμοιες με τις αντίστοιχες που προβλέπονται στην οδηγία ISD (Άρθρα 4,5 και 6) και απαιτεί από τις αρμόδιες αρχές την εκχώρηση εξουσιών προς τις εταιρείες διαχείρισης βάσει των παρακάτω κριτηρίων:

- Πιστοποίηση της ταυτότητας των μετόχων οι οποίοι κατέχουν με άμεσο ή έμμεσο τρόπο, προνομιούχες μετοχές στο κεφάλαιο της εταιρείας διαχείρισης (παράγραφος 1^η).
- Ασυμφωνία ως προς την χορήγηση ευνοϊκότερης μεταχείρισης και περισσοτέρων παροχών στα υποκαταστήματα των εταιρειών διαχείρισης που υπάγονται σε τρίτα-εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης – κράτη μέλη, σε σχέση με τα αντίστοιχα των εταιρειών διαχείρισης που υπάγονται σε κράτη-μέλη της Ένωσης (παράγραφος 2^η).
- Έγκαιρη ενημέρωση των αρμοδίων αρχών ενός κράτους μέλους στην περίπτωση κατά την οποία η εταιρεία διαχείρισης αποτελεί παράρτημα κάποιου άλλου χρηματοοικονομικού οργανισμού (πιστωτικό ίδρυμα, εταιρεία επενδύσεων, ανεξάρτητη εταιρεία διαχείρισης) ή ελέγχεται από τρίτο πρόσωπο το οποίο παράλληλα διενεργεί τον έλεγχο κάποιου χρηματοοικονομικού οργανισμού (παράγραφος 3).

Άρθρο 5c

Μέσω των προβλεπόμενων διατάξεων προωθείται το καθεστώς αμοιβαιότητας που προάγει η οδηγία ISD για τις εταιρείες επενδύσεων, και στις εταιρείες διαχείρισης.

Άρθρο 5d

Το εν λόγω άρθρο παρέχει την εγγύηση ότι οι κανόνες που επιβάλλονται κατά την έναρξη της άσκησης των καθηκόντων της εταιρείας διαχείρισης γίνονται σεβαστοί από την ίδια και τηρούνται βάσει των προβλεπόμενων διαδικασιών.

Οι αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής φέρουν την ευθύνη της κινητοποίησης προς αποδοχή και συμμόρφωση των εταιρειών διαχείρισης που δραστηριοποιούνται σε άλλα κράτη μέλη με τους εν λόγω κανονισμούς.

Άρθρο 5e

Το άρθρο εφαρμόζει στις εταιρείες διαχείρισης τις διατάξεις της οδηγίας ISD αναφορικά με την κινητοποίηση των επενδυτών ως προς την κατοχή των προνομιούχων τίτλων στο κεφάλαιο των εν λόγω εταιρειών, και ως προς τις σχετικές αλλαγές αυτών των προνομιούχων τίτλων.

Άρθρο 5f

Το άρθρο αναφέρεται στους κανόνες οι οποίοι πρέπει να τεθούν από τις αρμόδιες αρχές του κράτους καταγωγής, στις εταιρείες εκείνες οι οποίες διαχειρίζονται αποκλειστικά και μόνο κεφάλαια προς επένδυση. Οι εταιρείες οι οποίες θα εξουσιοδοτηθούν επιπλέον ως προς την διαχείριση των ατομικών χαρτοφυλακίων, και μόνο σχετικά με την εν λόγω δραστηριότητα, οφείλουν να συμμορφωθούν με τους κανόνες που προβλέπει η οδηγία ISD.

Με κύριο στόχο την εξασφάλιση μίας επαγγελματικής και αξιόπιστης επαφής με την εταιρεία, το άρθρο υπογραμμίζει την ανάγκη παροχής επαρκών οργανωτικών δομών και εσωτερικών μηχανισμών ελέγχου, προς τις εταιρείες διαχείρισης.

Η δεύτερη παράγραφος του άρθρου, περιέχει κάποιους κανονισμούς, η τήρηση των οποίων θα εμποδίσει καταστάσεις συγκρούσεων συμφερόντων που μπορεί να προκύψουν στις περιπτώσεις όπου μία εταιρεία διαχείρισης ασκεί παράλληλα και την ατομική και την συλλογική διαχείριση χαρτοφυλακίου.

Άρθρο 5g

Βάσει του συγκεκριμένου άρθρου τίθενται οι συνθήκες υπό τις οποίες τα κράτη μέλη επιτρέπουν στις εταιρείες διαχείρισης την εκχώρηση ορισμένων ή του συνόλου των αρμοδιοτήτων τους σε τρίτους.

Πρόσφατες συζητήσεις με διάφορα κράτη μέλη –και με βάσει τους διαφορετικούς νομικούς θεσμούς– έδειξαν ότι η δομή του χώρου των κεφαλαίων προς επένδυση ποικίλλει σημαντικά μεταξύ των εν λόγω κρατών. Ενώ σε μερικά κράτη η χρήση των μηχανισμών αντιπροσώπευσης είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη και λαμβάνεται ως κάτι το σύνηθες, σε κάποια άλλα κάτι τέτοιο δεν προβλέπεται σε γενικές γραμμές, αλλά επιτρέπεται σε εξαιρετικές και μόνο περιπτώσεις.

Με σκοπό την διασφάλιση της αμοιβαίας αναγνώρισης της εξουσίας του καθεστώτος ελέγχου και της επαρκούς προστασίας του επενδυτή, η εν λόγω τροποποίηση προβάλλει ένα *minimum* αριθμό προδιαγραφών, η ύπαρξη των οποίων θα πρέπει να πιστοποιείται από τις αρμόδιες αρχές του κράτους καταγωγής πριν από την ανάθεση οποιασδήποτε αρμοδιότητας / εντολής σε κάποιο τρίτο μέλος

Η τροποποίηση υπογραμμίζει ότι σε καμία περίπτωση δεν επηρεάζονται οι υποχρεώσεις της εταιρείας διαχείρισης, λόγω της ανάθεσης λειτουργιών και της αντιπροσώπευσης από τρίτα μέλη.

Άρθρο 5h

Γεγονός αποτελεί η διαπίστωση ότι έως σήμερα δεν έχουν θεσπιστεί εναρμονισμένοι κανόνες αναφορικά με την διασφάλιση ενός ελάχιστου ποσοστού κάλυψης των επενδυτών των ΟΣΕΚΑ, σε περίπτωση που κάποιος οργανισμός συλλογικών επενδύσεων δεν φανεί αντάξιος των υποχρεώσεών του.

Άρθρο 6

Το εν λόγω άρθρο θέτει τον κανόνα βάσει του οποίου μία εταιρεία διαχείρισης η οποία έχει εξουσιοδοτηθεί από το κράτος μέλος καταγωγής της, μπορεί να διενεργήσει τις δραστηριότητες και να ασκήσει τα καθήκοντά της είτε μέσω της ίδρυσης υποκαταστημάτων, είτε μέσω της ελεύθερης παροχής υπηρεσιών δίχως να απαιτείται η ύπαρξη περαιτέρω προδιαγραφών ή εξουσιών από τα κράτη-μέλη.

Άρθρο 6α

Το άρθρο παραθέτει τις δηλώσεις που πρέπει να λάβουν χώρα και τα τυπικά στοιχεία που πρέπει να πληρούνται στην περίπτωση ίδρυσης νέου υποκαταστήματος στο κράτος-μέλος υποδοχής. Το άρθρο παραθέτει διατάξεις που προβλέπονται παράλληλα στην οδηγία ISD, η οποία υιοθετήθηκε για τις

περιπτώσεις όπου μία εταιρεία διαχείρισης σκοπεύει να διαπραγματευτεί τις μονάδες των υπό διαχείριση κεφαλαίων της ,στην ελεύθερη αγορά.

Με δεδομένο το γεγονός ότι η εφαρμογή και η επίβλεψη της συμμόρφωσης του προϊόντος (μονάδες των ΟΣΕΚΑ) είναι δύο παράμετροι που έγκεινται στην δικαιοδοσία του κράτους-μέλους υποδοχής, η παράγραφος 5 του εν λόγω άρθρου ενσωματώνει τον ήδη υπάρχοντα κανόνα της ισχύουσας οδηγίας περί των ΟΣΕΚΑ βάσει του οποίου η διαπραγμάτευση των μονάδων μπορεί να αρχίσει αμέσως μετά την εκπνοή συγκεκριμένης χρονικής περιόδου, κατά την οποία οι αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους υποδοχής δύνανται να επιβεβαιώσουν την συμμόρφωση με τους εν λόγω κανόνες (χρονική περίοδος 2 μηνών, διάστημα το οποίο είναι εξίσου απαραίτητο όσον αφορά την προετοιμασία του κράτους μέλους υποδοχής ως προς τον μηχανισμό επίβλεψης)

Άρθρο 6β

Το άρθρο παρέχει πληροφόρηση σχετικά με τις ανακοινώσεις που πρέπει να λάβουν χώρα όταν οι υπηρεσίες και η επένδυση των μονάδων πρόκειται να διεξαχθούν στο κράτος μέλος υποδοχής, δίχως την ίδρυση υποκαταστημάτων σε αυτό.

Η παράγραφος 3 του άρθρου αναφέρεται στην διαπραγμάτευση των μονάδων. Όμοια με το προηγούμενο άρθρο 6^α ,το παρόν άρθρο ενσωματώνει την υπάρχουσα διάταξη της ισχύουσας οδηγίας περί των ΟΣΕΚΑ (85/611), η οποία παρέχει στις αρμόδιες αρχές του κράτους υποδοχής την δυνατότητα να ελέγξουν και να πιστοποιήσουν την συμμόρφωση των ΟΣΕΚΑ με τους ισχύοντες κανόνες της χώρας. Η χρονική περίοδος μειώθηκε από δύο σε ένα μήνα.

Η παράγραφος 5 υπογραμμίζει ότι στην περίπτωση της διασυνοριακής κατανομής των μονάδων των ΟΣΕΚΑ, συμπεριλαμβανομένης της περίπτωσης κατά την οποία η ενέργεια αυτή ανατέθηκε από την εταιρεία διαχείρισης σε τρίτο μέλος, η διαδικασία των ανακοινώσεων όπως αυτή προβλέπεται από το εν λόγω άρθρο, πρέπει να γίνεται σεβαστή.

Άρθρο 6c

Το άρθρο βασίζεται στο αντίστοιχο της οδηγίας ISD. Αναφέρεται στις δυνατότητες των κρατών μελών υποδοχής αναφορικά με τις εταιρείες άλλων κρατών μελών τα οποία ιδρύουν υποκαταστήματα ή

λειτουργούν υπό καθεστώς ελευθερίας σχετικά με την παροχή υπηρεσιών μέσα στα όρια του κράτους υποδοχής

Τροποποίηση Νο 4

Πρόκειται για μία επίσημη τροποποίηση που αποσκοπεί στον διαχωρισμό-μέσω της υιοθέτησης του τμήματος IIIα (τίτλος) των κανονισμών που διέπουν τις εταιρείες διαχείρισης και τους θεματοφύλακες.

Τροποποίηση Νο 5- Άρθρο 27(1)

Η εν λόγω τροποποίηση περιλαμβάνει τα απλοποιημένα ενημερωτικά φυλλάδια τα οποία πρέπει να εκδίδονται από τις εταιρείες διαχείρισης αναφορικά με τα κεφάλαια που διαχειρίζονται. Η εν λόγω υποχρέωση επεκτείνεται και στις εταιρείες επενδύσεων.

Τροποποίηση Νο 6-Άρθρο 28(1)

Οι παράγραφοι 1 και 2 αναφέρονται στις τεχνικές συνέπειες της χρήσης των απλοποιημένων ενημερωτικών φυλλαδίων ως μέρος του συνόλου των πληροφοριακών εντύπων τα οποία εκδίδονται από τους ΟΣΕΚΑ.

Η παράγραφος 3 αναφέρεται στις ουσιαστικές και επίσημες προϋποθέσεις που θα πρέπει να πληρούνται από τα νέα απλοποιημένα ενημερωτικά έντυπα των ΟΣΕΚΑ. Παράλληλα μέσω του άρθρου παρέχεται η δυνατότητα στα κράτη μέλη ως προς την έκδοση απλοποιημένων φυλλαδίων που θα αποτελούν αποσπώμενο τμήμα των αντίστοιχων πλήρως ενημερωτικών φυλλαδίων.

Λαμβάνοντας υπ' όψιν την εξέλιξη των νέων πληροφοριακών συστημάτων, η παράγραφος 4 αναγνωρίζει την δυνατότητα χρήσης των απλοποιημένων ενημερωτικών φυλλαδίων μέσω διαφορετικών τρόπων π.χ. ηλεκτρονικών κειμένων τα οποία κατέχουν ισοδύναμη νομική ισχύ και αναγνωρίζονται από τις αρμόδιες αρχές.

Τροποποιήσεις Νο 7,8,9-Άρθρα 29,30,32

Αναφέρονται στις τεχνικές συνέπειες χρήσης των απλοποιημένων ενημερωτικών φυλλαδίων.

Τροποποίηση Νο 10-Άρθρο 33

Υπογραμμίζει το γεγονός ότι η προσφορά των απλοποιημένων ενημερωτικών φυλλαδίων προς τους επενδυτές πριν την υπογραφή της σύμβασης/συμβολαίου, θα γίνει υποχρεωτική. Τούτο θα αντιπροσωπεύει την εκπλήρωση της νομικής υποχρέωσης που προβλέπεται από την οδηγία σχετικά με την παροχή πληροφοριών προς τους επενδυτές.

Το ολοκληρωμένο (πλήρες) ενημερωτικό φυλλάδιο σε συνδυασμό με τους κανονισμούς των κεφαλαίων, αλλά και οι περιοδικές εκθέσεις μπορούν να αποκτηθούν από τους επενδυτές σύμφωνα με δική τους αίτηση, οποιαδήποτε στιγμή, και χωρίς καμία χρέωση.

Τροποποίηση Νο 11- Άρθρο 35

Αναφέρεται επίσης στις τεχνικές συνέπειες της σύστασης του απλοποιημένου ενημερωτικού φυλλαδίου.

Τροποποίηση Νο 12-Άρθρο 46

Το άρθρο αναφέρεται στις διαδικασίες ανακοινώσεων στην περίπτωση της διασυνοριακής διανομής των μονάδων των ΟΣΕΚΑ.

Με δεδομένο το γεγονός του ότι η πρόταση συστήνει μία διαφορετική διαδικασία ανακοινώσεων στην περίπτωση που οι μονάδες των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων διανέμονται στα πλαίσια εκάστου κράτους μέλους (άρθρο 6β), το τροποποιημένο άρθρο θα αφορά μόνο στην περίπτωση της διασυνοριακής κατανομής των μονάδων εκείνων των ΟΣΕΚΑ που είναι δομημένοι ως εταιρείες επενδύσεων που δεν ελέγχονται από κάποια εταιρεία διαχείρισης.

Βάσει της τροποποίησης η χρονική περίοδος κατά την οποία οι αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους υποδοχής πιστοποιούν την συμμόρφωση με τους ισχύοντες κανόνες της χώρας, μειώνεται από δύο σε ένα μήνα.

Τροποποίηση Νο 13-Άρθρο 47

Βάσει του άρθρου οριοθετείται το καθεστώς της χρησιμοποιούμενης γλώσσας σχετικά με τα απλοποιημένα και τα πλήρη ενημερωτικά φυλλάδια, στην περίπτωση της διαπραγμάτευσης των μονάδων των ΟΣΕΚΑ σε κράτος άλλο από αυτό του κράτους καταγωγής (κράτος υποδοχής).

Αναφορικά με το απλοποιημένο ενημερωτικό φυλλάδιο και με δεδομένο το ότι πρόκειται για ένα έντυπο παροχής πληροφοριών προς τον μέσο επενδυτή, το εν λόγω φυλλάδιο θα προσφέρεται σε γλώσσα κατανοητή, η οποία θα είναι η επίσημη γλώσσα του κράτους μέλους υποδοχής ή η οποιαδήποτε άλλη γλώσσα που ομιλείται από τους επενδυτές

Σχετικά με το πλήρες ενημερωτικό φυλλάδιο και τα υπόλοιπα έντυπα πληροφοριών, και λαμβανόμενου υπ' όψιν του γεγονότος ότι τα εν λόγω έντυπα περιέχουν πληροφορίες προς έμπειρους και ενημερωμένους επενδυτές και ελεγκτές, θα πρέπει να μεταφράζονται σε μία τουλάχιστον επίσημη γλώσσα του κράτους μέλους υποδοχής, ή σε κάποια άλλη γλώσσα χρησιμοποιούμενη κανονικά στην ευρύτερη "σφαίρα" των οικονομικών επιστημών και αποδεκτή από το κράτος μέλος υποδοχής.

Η προτεινόμενη λύση είναι συναφής με τη αντίστοιχη που υιοθετήθηκε από την οδηγία 94/18/ΕΟΚ.

Τροποποίηση Νο 14-Άρθρα 52α και 52β

Το άρθρο στηρίζεται στο άρθρο 23(3) και 24 της οδηγίας ΙSD και αναφέρεται στην συνεργασία μεταξύ ελεγκτών και διαφορετικών κρατών μελών στην περίπτωση μιας εταιρείας διαχείρισης η οποία διενεργεί τις δραστηριότητές της εντός των συνόρων της χώρας.

Τροποποίηση Νο 15-Σχέδιο Α του υπάρχοντος παραρτήματος

Αναφέρει τις πληροφορίες που πρέπει να συμπεριληφθούν στο πλήρες ενημερωτικό φυλλάδιο σε σχέση με αυτές που παρέχονται μέσω του αντίστοιχου απλοποιημένου.

Άρθρο 2-Παραδοσιακές και τελικές προβλέψεις

Η παράγραφος 1 επιτρέπει στις εταιρείες που προβλέπονται στην οδηγία ISD και επιθυμούν να ειδικευτούν στην διαχείριση χαρτοφυλακίου, να απαιτούν την εκχώρηση εξουσιών βάσει της νέας οδηγίας περί των ΟΣΕΚΑ, τόσο για την συλλογική όσο και για την ατομική διαχείριση χαρτοφυλακίων.

Η παράγραφος 2 περιέχει μία καθαρά “συμβουλευτική” διάταξη προς τις εταιρείες διαχείρισης οι οποίες έχουν αναλάβει εξουσία βάσει της οδηγίας περί των ΟΣΕΚΑ, πριν ακόμη η εν λόγω πρόταση τεθεί σε εφαρμογή.

Οι εν λόγω εταιρείες, οι εξουσίες των οποίων έχουν εκχωρηθεί προς αυτές βάσει των προβλεπόμενων διατάξεων, δεν χρειάζονται περαιτέρω εξουσιοδότηση μετά την θέση της πρότασης σε εφαρμογή.

Η παράγραφος 3 παρέχει στις εταιρείες εκείνες, οι εξουσίες των οποίων δεν βρίσκονται σε απόλυτη συνάφεια με τους κανονισμούς της πρότασης την δυνατότητα αδιάκοπης ενάσκησης των καθηκόντων και των δραστηριοτήτων τους, υπό τον όρο ότι οι ίδιες πρόκειται να ενσωματωθούν στο νέο καθεστώς και να λάβουν-εντός συγκεκριμένου χρονικού- τις νέες συμβατές με τους κανονισμούς εξουσίες.

Το νέο Παράρτημα 2

Διευκρινίζει τις λειτουργίες οι οποίες συμπεριλαμβάνονται στην δραστηριότητα της συλλογικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Δεν αναφέρεται αποκλειστικά στις επενδυτικές δραστηριότητες αλλά και σε δραστηριότητες διαχείρισης και διοίκησης.

Αντικειμενικοί σκοποί της τροποποιημένης πρότασης στα πλαίσια των υποχρεώσεων απέναντι στη Ευρωπαϊκή Κοινότητα

Ο κυριότερος σκοπός της εν λόγω τροποποίησης είναι η ενδυνάμωση της εσωτερικής αγοράς των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, υπό το πρίσμα της διαρκούς αναβάθμισης των κανονισμών και των απαιτήσεων σχετικά με την ενημέρωση των επενδυτών, ούτως ώστε να οριοθετηθεί και παράλληλα να διασφαλιστεί το πεδίο δράσης μεταξύ των ανταγωνιστών “παικτών” στον χώρο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, να ενισχυθεί ο εσωτερικός έλεγχος και να παγιωθούν αποτελεσματικοί τρόποι προστασίας των επενδυτών.

Μεταξύ των βασικότερων στόχων της εν λόγω διαδικασίας αποτελούν και: η σύσταση ενός εναρμονισμένου πλαισίου παρεχόμενων εξουσιών προς τις εταιρείες διαχείρισης, η μορφοποίηση συγκεκριμένων κανόνων σχετικά με την διαδικασία ίδρυσης και εγκατάστασης νέων υποκαταστημάτων, η ελεύθερη παροχή υπηρεσιών μέσω των εταιρειών διαχείρισης. Για τον λόγο αυτό απαιτούνται κανόνες οι οποίοι διασφαλίζουν την συνλειτουργία των αρμοδίων αρχών μεταξύ των διαφορετικών κρατών μελών, και παράλληλα διενεργούν ως προς την βελτίωση της ποιότητας των παρεχόμενων προς το επενδυτικό κοινό πληροφοριών. Κάτι τέτοιο επιτυγχάνεται μέσω της παρούσας οδηγίας και των τροποποιήσεων αυτής.

Συνοπτική περιγραφή και σχόλια των τροποποιήσεων της ισχύουσας οδηγίας 85/611 περί ΟΣΕΚΑ, μέσω της οδηγίας 2001/108/Ε.Κ.

Σχολιασμός εκάστης τροποποίησης

Τροποποίηση Νο 1-Άρθρο 1(2) (ορισμός των ΟΣΕΚΑ)

Η τροποποίηση αυτή ανακοινώνει ότι τα εναρμονισμένα επενδυτικά κεφάλαια μπορούν πλέον να επενδύουν-πέρα από τις κινητές αξίες -και σε άλλους τύπους άμεσα ρευστοποιήσιμων ενεργητικών στοιχείων.

Τροποποίηση Νο 2-Άρθρο 1, νέα παράγραφος 8 (ορισμός των κινητών αξιών)

Η έννοια των "κινητών αξιών" περιλαμβάνει-στην ευρεία της μορφή- πολλούς και διαφορετικούς τύπους εργαλείων επένδυσης.

Με σκοπό λοιπόν την ορθή κατανόηση του παραπάνω όρου μεταξύ των διαφόρων κρατών μελών, η συγκεκριμένη τροποποίηση έλαβε χώρα προκειμένου να υποδηλώσει, το είδος των τίτλων / αξιών που υπάγονται στην έννοια των "κινητών αξιών". Ο προτεινόμενος αυτός ορισμός παρά το γεγονός ότι υιοθετείται από την οδηγία σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες (ISD), εξυπηρετεί και τις ανάγκες της οδηγίας περί των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων. Συγκεκριμένα:

- οι εκφράσεις "διαπραγματεύσιμες στην αγορά κεφαλαίων" και "αποκλείοντας μέσα πληρωμών" που συναντώνται στην οδηγία περί επενδυτικών υπηρεσιών, δεν χρησιμοποιούνται στην οδηγία περί των ΟΣΕΚΑ, καθότι θεωρήθηκαν ακατάλληλες για την τελευταία (οι επενδύσεις των

ΟΣΕΚΑ προορίζονται υπέρ συγκεκριμένων ειδών κινητών αξιών, ενώ βάσει της εν λόγω τροποποιημένης οδηγίας επιτρέπονται πλέον και οι επενδύσεις αυτών σε καταθέσεις διαφόρων πιστωτικών ιδρυμάτων.

- τα "εργαλεία χρηματαγοράς θεωρούνται ότι ταξινομούνται στην κατηγορία των «μετατρέψιμων τίτλων» καθώς έχουν χαρακτηριστικά παρόμοια με εκείνα των ομολόγων και των τιτλοποιημένων δανείων. Αυτή η λύση λαμβάνει υπόψη τη συμφωνηθείσα νομοθεσία που έχει ήδη υιοθετηθεί από τα περισσότερα κράτη μέλη. Επιπλέον, δεδομένων των διαφορετικών τύπων εργαλείων που διαπραγματεύονται στις διεθνείς χρηματαγορές, φαινόταν επιθυμητό να αφεθεί στα κράτη μέλη η ευχέρεια να διακρίνουν τα εργαλεία εκείνα που εκπληρώνουν τις προϋποθέσεις ώστε να θεωρηθούν κατάλληλα χρηματοοικονομικά εργαλεία για τους ΟΣΕΚΑ.

Τροποποίηση Νο 3- Άρθρο 19 (1) (άλλοι τύποι κατάλληλων επενδύσεων για τους ΟΣΕΚΑ)

Η τροποποίηση αυτή είναι η πιο ουσιαστική για την πρόταση, γιατί διευρύνει τις επενδυτικές ευκαιρίες για τους ΟΣΕΚΑ, (μέχρι τώρα οι ΟΣΕΚΑ μπορούσαν βασικά να επενδύουν μόνο σε καταχωρημένα ομόλογα και μετοχές).

Με την τροποποίηση αυτή διευκρινίζονται κάποια κυκλοφορούντα χρηματοοικονομικά ενεργητικά στοιχεία, σε αντιδιαστολή με τους καταχωρημένους μετατρέψιμους τίτλους, που επίσης θεωρούνται κατάλληλα προς επένδυση από τους ΟΣΕΚΑ. Η λίστα αυτή περιλαμβάνει: μονάδες από άλλους ΟΣΕΚΑ, τραπεζικές καταθέσεις, χρηματοοικονομικά παράγωγα (futures,options) που διαπραγματεύονται σε νομοθετημένες αγορές και μη καταχωρημένα εργαλεία χρηματαγοράς που εκδίδονται από πιστοποιημένους εκδότες.

Περισσότερες εξηγήσεις για τέτοιες επενδύσεις θα δοθούν με τις τροποποιήσεις Νο 7,8 και 9 που αναφέρονται στους όρους με τους οποίους οι ΟΣΕΚΑ μπορούν να επενδύσουν σε τέτοιου είδους εργαλεία.

Τροποποίηση Νο 4 και 5 - Άρθρα 19 (2)(b) και (3), και (20)

Αναφέρονται στα τεχνικά αποτελέσματα της συμμετοχής εργαλείων χρηματαγοράς στον ορισμό των «μετατρέψιμων τίτλων».

Τροποποίηση Νο 6 - Άρθρο 21 (χρήση των χρηματοοικονομικών παραγώγων και των τίτλων σε δανειακές συναλλαγές)

Το Άρθρο 21 της υφιστάμενης οδηγίας περί των ΟΣΕΚΑ επιτρέπει στους οργανισμούς αυτούς να επιστρατεύουν «τεχνικές και εργαλεία» για αποτελεσματική διαχείριση χαρτοφυλακίου χωρίς περαιτέρω διευκρινίσεις για τους τύπους των τεχνικών και των εργαλείων αυτών.

Λαμβάνοντας υπόψη τις νέες τεχνικές διαχείρισης χαρτοφυλακίου και αντιστάθμισης κινδύνων που έχουν αναπτυχθεί από την υιοθέτηση της Οδηγίας το 1985, και τις λύσεις που έχουν ήδη ακολουθηθεί από τα κράτη μέλη, η τροποποίηση αυτή έχει σαν στόχο να κάνει φανερό ότι –για λόγους αποτελεσματικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου – οι ΟΣΕΚΑ:

- μπορεί να περιλαμβάνουν συναλλαγές που εμπεριέχουν όλα τα είδη χρηματοοικονομικών παραγώγων, συμπεριλαμβανομένων και αυτών που δεν διαπραγματεύονται σε θεσμοθετημένες αγορές (εξωχρηματιστηριακά παράγωγα), και
- αν και το Άρθρο 41 της Οδηγίας 85/611/ΕΟΚ εμποδίζει τους ΟΣΕΚΑ από τη χορήγηση δανείων, μπορούν ωστόσο να λειτουργήσουν ως δανειστές με διαδικασίες τιτλοποίησης υποχρεώσεων.

Το συμπέρασμα των συναλλαγών αυτών βρίσκεται σε συνάφεια με συγκεκριμένα μέτρα εξάλειψης ή μείωσης, σε έναν αποδεκτό βαθμό, των κινδύνων που σχετίζονται με τέτοιες συναλλαγές (π.χ. κίνδυνος αντισυμβαλλόμενου).

Τροποποίηση Νο 7- νέο Άρθρο 22^α (αναπαραγωγή της σύνθεσης δεδομένου χρηματιστηριακού δείκτη)

Βάσει του υπάρχοντος άρθρου 22, ένας ΟΣΕΚΑ δύναται να επενδύσει το ανώτερο έως το 20% του ενεργητικού του σε τίτλους εκδοθέντες από τον ίδιο εκδότη.

Σήμερα μία ευρέως γνωστή και χρησιμοποιούμενη τεχνική σχετικά με τους ΟΣΕΚΑ οι οποίοι επενδύουν πρωταρχικά σε μετοχές, ουσιαστικά βασίζεται στην αναπαραγωγή της σύνθεσης συγκεκριμένων δεικτών μετοχών, οι οποίοι και αποτελούν ένα ιδιαίτερα χρήσιμο σημείο αναφοράς για αυτού του είδους τις επενδύσεις.

Σκοπός της παρούσας τροποποίησης είναι κατά συνέπεια η σύσταση περισσότερο ελαστικών προϋποθέσεων διασποράς του κινδύνου (αναφορικά με επενδύσεις σε μετοχές, που αφορούν πιστοποιημένους δείκτες μετοχών), οι οποίες θα μπορούσαν να διευκολύνουν την αναπαραγωγή αυτών των δεικτών.

Μόνο οι δείκτες εκείνοι οι οποίοι προσαρμόζονται στις συγκεκριμένες προϋποθέσεις που απαιτεί η τροποποίηση, θεωρείται ότι αναπαράγονται μέσω των επενδύσεων των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων. Οι αρμόδιες αρχές εκάστου κράτους μέλους, οφείλουν να πιστοποιούν την συνάφεια των δεικτών αυτών με τις απαιτούμενες προϋποθέσεις.

Με κύριο στόχο την διάδοση των πληροφοριών σχετικά με τους δείκτες μετοχών οι οποίοι και αντιγράφονται μέσω των ΟΣΕΚΑ, η τροποποίηση προβλέπει την περιοδική έκδοση της λίστας των αναπαραγόμενων δεικτών, στην Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Κοινότητας

Τροποποίηση Νο 8-Άρθρο 24 (Επενδύσεις σε μονάδες άλλων ΟΣΕΚΑ)

Σήμερα οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων επιτρέπεται να επενδύουν έως και 10% κατ' ανώτατο όριο του συνολικού ενεργητικού τους σε μονάδες άλλων οργανισμών ανοικτού τύπου.

Το μέγιστο αυτό όριο θεωρήθηκε ως ιδιαίτερα περιοριστικό εκ μέρους των κρατών μελών, χωρίς στην ουσία κάτι τέτοιο να είναι αναγκαίο, από την στιγμή που η επένδυση σε μονάδες επενδυτικών κεφαλαίων οργανισμών ανοικτού τύπου, είναι θεωρητικά ιδιαίτερα ρευστή (αυτού του είδους οι ΟΣΕΚΑ, οφείλουν να εξαγοράσουν ή να επαναγοράσουν τις μονάδες που έχουν επενδυθεί μετά από αίτηση του επενδυτή) και έχει αποδειχτεί σε γενικές γραμμές κερδοφόρα.

Τροποποίηση Νο 9- Άρθρα 24α (επενδύσεις σε καταθέσεις πιστωτικών ιδρυμάτων) και Άρθρο 24β (επενδύσεις σε τυποποιημένα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιώματα προαίρεσης)

Άρθρο 24α

Σήμερα οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε κινητές αξίες δεν επιτρέπεται να επενδύουν, ως τμήμα της συνολικής επενδυτικής πολιτικής τους, σε καταθέσεις διαφόρων πιστωτικών ιδρυμάτων. Οι ΟΣΕΚΑ μπορούν μόνο να διακρατούν «βοηθητικά κυκλοφορούντα ενεργητικά», που σημαίνει ουσιαστικά μετρητά και τραπεζικές καταθέσεις όψεως ποσού αυστηρά απαραίτητου για τις εκροές-

πληρωμές που θα διεξάγονται προς τους επενδυτές και αντιπροσωπεύουν κεφάλαια τα οποία οι ΟΣΕΚΑ διακρατούν ειδικά ύστερα από πωλήσεις τίτλων και πριν την επανεπένδυσή τους.

Σκοπός της τροποποίησης αυτής είναι η άρση της υπάρχουσας απαγόρευσης για επενδύσεις σε τραπεζικές καταθέσεις. Σαν αποτέλεσμα, ένας ΟΣΕΚΑ θα μπορεί να επιλέξει να εξειδικευτεί σε επενδύσεις στις Τράπεζες (τα λεγόμενα cash funds). Επίσης, για τους συγκεκριμένους τύπους επενδύσεων θα πρέπει να ακολουθηθούν και συγκεκριμένοι κανόνες διασποράς κινδύνου και διαφάνειας συναλλαγών. Επιπροσθέτως, μόνο τραπεζικές καταθέσεις που είναι σε συμμόρφωση με τις γενικές απαιτήσεις περί ρευστότητας (βλ. Τροποποίηση Νο 1) μπορούν να θεωρηθούν κατάλληλες για τους ΟΣΕΚΑ. Τελικά, σε συνάφεια με τις υπάρχουσες αρχές ανεξαρτησίας μεταξύ των εταιρειών διαχείρισης και των θεματοφυλάκων και για να αποφευχθούν συγκρούσεις ενδιαφερόντων, η τροποποίηση θα απαγορεύει στους ΟΣΕΚΑ να διακρατούν καταθέσεις με τους θεματοφύλακες τους.

Άρθρο 24β

Οι ΟΣΕΚΑ σήμερα μπορούν να επενδύουν σε παράγωγα προϊόντα μόνο για λόγους «αποτελεσματικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου».

Σκοπός της τροποποίησης είναι να επιτραπεί στους ΟΣΕΚΑ να επενδύουν, σαν μέρος της γενικότερης επενδυτικής τους πολιτικής, σε τυποποιημένα χρηματοοικονομικά παράγωγα προϊόντα (futures, options) που διαπραγματεύονται σε θεσμοθετημένες αγορές και που διασφαλίζουν διαφάνεια, υψηλό βαθμό ρευστότητας και μηχανισμούς που ουσιαστικά εκμηδενίζουν τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου.

Η τροποποίηση στηρίζεται σε γενικά κριτήρια πάνω στο πως ο κίνδυνος που σχετίζεται με συναλλαγές επί τέτοιου είδους προϊόντων θα πρέπει να καλύπτεται, καθώς και συγκεκριμένες απαιτήσεις διαφάνειας.

Τροποποιήσεις Νο 10 και 11-Άρθρο 25 (2)

Αναφέρονται στα πρακτικά αποτελέσματα της συμμετοχής εργαλείων χρηματαγοράς στον ορισμό των «μετατρέψιμων τίτλων».

Τροποποίηση Νο 12-Άρθρο 25 (3) (e)

Λαμβάνοντας υπόψη συζητήσεις μεταξύ κρατών Μελών, η τροποποίηση προορίζεται για να διευκρινίσει ότι οι θυγατρικές των εταιριών επενδύσεων-που διενεργούν για λογαριασμό τους εργασίες διοίκησης, παροχής επενδυτικών συμβουλών ή μάρκετινγκ-θα πρέπει φυσιολογικά να ενσωματωθούν σε ένα κράτος Μέλος. Ο λόγος είναι ότι οι εν λόγω θυγατρικές θεωρούνται μέρος της οργανωτικής δομής των εταιριών αυτών που, για να διασφαλίσουν αποτελεσματική παρακολούθηση, θα πρέπει να εδρεύουν μέσα στα όρια της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το συμπέρασμα αυτό επιβεβαιώνεται από την παράγραφο 3d του Άρθρου 25, που διακρίνει τις ειδικές περιπτώσεις κατά τις οποίες θα μπορούν οι ΟΣΕΚΑ να τηρούν θυγατρικές σε χώρες εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Τροποποιήσεις Νο 13,14 και 15-Άρθρο 26 (1), δεύτερη παράγραφος, Άρθρο 41 (2), Άρθρο 42

Οι τροποποιήσεις αυτές αναφέρονται στα πρακτικά αποτελέσματα της διεύρυνσης των επενδυτικών ευκαιριών για τους ΟΣΕΚΑ.

Τροποποίηση Νο 16-Άρθρο 53α (επιτροπολογία)

Η εν λόγω τροποποίηση θα διασαφηνίσει την ισχύ της επιτροπής που θα εφαρμόζεται σε ένα μετέπειτα στάδιο από την Επιτροπή Συμβολαίων ΟΣΕΚΑ, που τέθηκε από το Άρθρο 53 της Οδηγίας 85/611 της Ε.Ε. Θα δοθεί έτσι η δυνατότητα να γίνουν τεχνικές τροποποιήσεις πάνω στην Οδηγία αυτή. Για να ασκούνται περισσότερο αποδοτικά οι δυνάμεις της επιτροπής από την Επιτροπή Συμβολαίων ΟΣΕΚΑ, μια περισσότερο ισχυρή Οδηγία θα χρειαστεί.

5. Επεξηγήσεις για την αποσαφήνιση των αρχών των θυγατρικών

Συμπερασματικά αναφέρουμε ότι ο αντικειμενικός σκοπός της προτεινόμενης πράξης σε σχέση με τις τιθέμενες υποχρεώσεις από την Ευρωπαϊκή Κοινότητα, είναι η ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς στον τομέα των επενδυτικών υπηρεσιών.

Η διασφάλιση του διασυνοριακού μάρκετινγκ των μονάδων των ΟΣΕΚΑ σε συνδυασμό με την παροχή ενός ομοιόμορφου επιπέδου προστασίας των επενδυτών, αποτελούν τους επιθυμητούς στόχους και

μπορούν να επιτευχθούν με την θέσπιση ενός ελαχίστου ορίου προϋποθέσεων / δεδομένων, μέσω της ενιαίας Κοινοτικής Οδηγίας.

Ανεξάρτητα ωστόσο από τα βασικά ελάχιστα δεδομένα που απαιτούνται (π.χ. επενδυτικοί κανόνες και κανόνες διασποράς του κινδύνου, επενδυτικές πληροφορίες κ.λ.π.), τα κράτη μέλη είναι ελεύθερα να ορίζουν λεπτομερώς όλες τις ρυθμίσεις αναφορικά με τις συλλογικές επενδυτικές δραστηριότητες που ορίζονται από την εν λόγω πρόταση, διαγράφοντας κατά πάσα πιθανότητα οποιαδήποτε αυστηρότερη ή επιπρόσθετη απαίτηση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΓΕΝΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ

Η δημιουργία μιας ενιαίας αγοράς κεφαλαίων αποτελεί το φυσικό συμπλήρωμα της νομισματικής ζώνης του Ευρώ. Βασικό συστατικό της επιτυχίας της, όπως άλλωστε και κάθε οργανωμένης αγοράς αποτελεί η καθιέρωση ομοίμορφων κανόνων, κριτηρίων, ελέγχων, και τελικά κυρώσεων. Οι εργασίες που έχουν γίνει κατά την διάρκεια των τελευταίων ετών, υπό το πρίσμα της προοπτικής αυτής, μεταξύ των εθνικών αρχών εποπτείας των κεφαλαιαγορών, μας οδηγούν πλέον σε ένα σημαντικότατο αποτέλεσμα.

Η κατακύρωση του αποτελέσματος αυτού, παγιώνεται με την οριστική, και μετά την έγκριση από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, εφαρμογή τριών Κοινοτικών Οδηγιών, ενώ η προσαρμογή του εθνικού Δικαίου στις προβλέψεις των οδηγιών αυτών-κατά την διάρκεια του 2003- θα συμβάλλει, σε πολύ σημαντικό βαθμό, στην απόκτηση ενιαίου πλαισίου αναφοράς της λειτουργίας των κεφαλαιαγορών της Ευρώπης. Πρόκειται για ένα ιδιαίτερα μεγάλο βήμα το οποίο θα προσδώσει στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα και σε κάθε ένα από τα κράτη μέλη μεμονωμένα, συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι των άλλων μεγάλων κεφαλαιαγορών.

Το κυριότερο στοιχείο της πορείας ενοποίησης των κεφαλαιαγορών είναι η αυξημένη δυνατότητα συνεργασίας των εθνικών αρχών εποπτείας. Ο κοινός τρόπος αντιμετώπισης ποικιλίας σημαντικών θεμάτων, η άμεση ανταλλαγή πληροφοριών και γενικότερα η εναρμόνιση σε κρίσιμα θέματα πρακτικών, προτύπων, και μεθόδων, αποτελούν επίσης στοιχεία που προσδίδουν δυναμισμό και προοπτική στην κατεύθυνση μιας ενιαίας Ευρωπαϊκής Κεφαλαιαγοράς, χωρίς ωστόσο να περιορίζονται οι δυνατότητες ανάδειξης των πλεονεκτημάτων και των χαρακτηριστικών των εθνικών αγορών κεφαλαίου.

Οι νέες συνθήκες της αγοράς πρέπει να εκτιμώνται διαρκώς ενώ παράλληλα ο ρυθμός εισαγωγής των μεταβολών να είναι τέτοιος ώστε να μην οδηγήσει σε επιδείνωση της κατάστασης. Αν η Ευρώπη σκοπεύει να ανταγωνιστεί ή και να αμφισβητήσει την κυριαρχία των αμερικάνικων αγορών, επιτάσσεται η δημιουργία μιας αποτελεσματικής και ενιαίας αγοράς. Το περιεχόμενο των Οδηγιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης αποτελεί εργαλείο ώστε οι Ευρωπαίοι να συγκροτήσουν μία ενιαία αγορά, με την κατάργηση των διαφορών μεταξύ των εθνικών αγορών και την άρση όλων των προβλημάτων σχετικά με τις διασυνοριακές συναλλαγές, η οποία θα στηρίζεται σε τέτοιο πλαίσιο ώστε να μπορεί να λειτουργήσει ανταγωνιστικά, προς την Αμερικάνικη αρχικά, και ενδεχόμενα προς κάποια Ανατολική αγορά στο μέλλον.

Η Ελληνική Νομοθεσία εμφανίζει σημαντικό βαθμό προετοιμασίας συγκρινόμενη με τις προβλέψεις των Οδηγιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Στην συστηματική αυτή προσπάθεια και στη συμβολή όλων των παραγόντων στο έργο της πραγματικής και παραγωγικής εναρμόνισης των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών, συνέβαλλε καθοριστικά και η Οδηγία 85/611/ΕΟΚ *σχετικά με τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες*, μέσω της οποίας καθιερώθηκε η ελάχιστη εναρμόνιση των προϋποθέσεων που πρέπει να συντρέχουν για την χορήγηση αδείας στους οργανισμούς αυτούς καθώς και οι ενιαίοι κανόνες για την λειτουργία τους.

Κύριο σημείο της Οδηγίας αποτέλεσε η, με σκοπό την εφαρμογή της αρχής της αμοιβαίας αναγνώρισης σε περιορισμένο ωστόσο βαθμό, χορήγηση άδειας προς διενέργεια συναλλαγών εκ μέρους ενός Κοινοτικού ΟΣΕΚΑ σε άλλα κράτη μέλη, χωρίς προηγούμενη άδεια από τις αρμόδιες αρχές του κράτους υποδοχής. Οι εταιρείες διαχείρισης ωστόσο δεν απολαμβάνουν, βάσει της Οδηγίας, την ελευθερία εγκατάσταση σε άλλα κράτη μέλη, καθότι δεν έχει καθιερωθεί προς το παρόν, η αρχή της αμοιβαίας αναγνώρισης των αδειών τους

Η προσπάθεια τροποποίησης της Οδηγίας 85/611 ξεκίνησε το 1991 και έπειτα από μία σειρά προτάσεων και νέων τροποποιήσεων, τον Μάιο του 2000 η Επιτροπή υπέβαλε πρόταση τροποποίησης της αρχικής Οδηγίας, με την μορφή δύο νέων Οδηγιών ,ενώ τον Δεκέμβριο του 2001 το Συμβούλιο Υπουργών ECOFIN επικύρωσε τις τροποποιήσεις και αποδέχτηκε τις δύο νέες Οδηγίες οι οποίες και δημοσιεύτηκαν στην Επίσημη Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων στις 13/2/2002. Τα κράτη μέλη έχουν προθεσμία 18 μηνών να τις ενσωματώσουν στο εσωτερικό Δίκαιο(13/08/2003), ενώ οι ίδιες πρέπει να τεθούν σε εφαρμογή το αργότερο έως την 13^η Φεβρουαρίου 2004. Η προσαρμογή της επενδυτικής πολιτικής των κρατών-μελών στις νέες ρυθμίσεις πρέπει να γίνει εντός πέντε ετών από την έναρξη ισχύος των Οδηγιών, ενώ τρία χρόνια μετά την έναρξη η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα επανέλθει με προτάσεις για τροποποιήσεις, οι οποίες ήδη εξετάζονται, ώστε να διορθωθούν παραλείψεις και αντιφάσεις και να διευρυνθούν πιθανά οι υπάρχουσες συνθήκες με νέες.

Καταλυτική ημερομηνία για τις κινήσεις αυτές είναι η ολοκλήρωση του Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες το 2005.

Η νέα Οδηγία 2001/108/ΕΚ ρυθμίζει την λειτουργία όλων των προϊόντων που θα συγκαταλέγονται πλέον στο ευρύτερο πεδίο των ΟΣΕΚΑ .Στις περισσότερες Ευρωπαϊκές χώρες «νέα» προϊόντα όπως αυτά στα οποία θα αναφερθούμε λειτουργούν από καιρό, χωρίς να είναι δυνατή η διασυνοριακή τους διάθεση. Η εν λόγω Οδηγία συνεπώς ενσωματώνει υφιστάμενους τύπους συλλογικών επενδύσεων οι

οποίοι, εφαρμόζοντας στην επενδυτική τους πολιτική τους περιορισμούς που τίθενται για την προστασία των επενδυτών, θα μπορέσουν να διατεθούν στο σύνολο της Ευρωπαϊκής Αγοράς.

Οι σημαντικότερες αλλαγές συνίστανται κυρίως στην υιοθέτηση του όρου «ρευστά χρηματοπιστωτικά στοιχεία» (liquid financial assets) στις επενδύσεις ενός ΟΣΕΚΑ, ενώ παράλληλα, διευρύνεται η έννοια του όρου «κινητές αξίες» και εισάγεται η αντίστοιχη των μέσων χρηματαγοράς (μέσα με επαρκή ρευστότητα, που διαπραγματεύονται στην χρηματαγορά και των οποίων η αξία μπορεί επακριβώς να προσδιοριστεί ανά πάσα στιγμή). Παράλληλα ρυθμίζονται σημαντικά θέματα όπως: οι κανόνες κατανομής και περιορισμού των κινδύνων, ο εννοιολογικός προσδιορισμός σημαντικών όρων (Εκδότης, Οργανισμός, Όμιλος Θεματοφύλακας κ.α.), το μέγεθος της διεύρυνσης των επιλογών του επενδυτή. Επενδυτικές τεχνικές διαχείρισης όπως ο δανεισμός τίτλων και η ευθυγράμμιση και ακολουθία της πορείας συγκεκριμένων χρηματιστηριακών δεικτών, αποτελούν επίσης μεθόδους ευρέως αποδεκτές και αναγνωρίσιμες.

Η Οδηγία 2001/107/ΕΚ ρυθμίζει με τη σειρά της, μέσω νέων ή ριζικά ανανεωμένων διατάξεων, τις υποχρεώσεις των εταιρειών διαχείρισης και τις προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται για την άσκηση των δραστηριοτήτων αυτών, το δικαίωμα εγκατάστασης σε άλλο κράτος μέλος, την ελεύθερη παροχή υπηρεσιών και τις υποχρεώσεις σχετικά με την ενημέρωση των επενδυτών.

Η εναρμόνιση του εγχώριου νομοθετικού πλαισίου με τις πρόσφατες κοινοτικές οδηγίες 2001/107/ΕΚ και 2001/108/ΕΚ (οι οποίες εκδίδονται προς συμπλήρωση της 85/611/ΕΟΚ, για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με τους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (Ο.Σ.Ε.Κ.Α.)) αναμένεται, πάντα κατά τις εκτιμήσεις της αγοράς, να επιφέρει μακροχρόνιες αλλαγές στους χρηματοοικονομικούς ομίλους. Τα επιχειρήματα αυτά βέβαια είναι σε μεγάλο βαθμό ποιοτικής φύσης καθώς τόσο οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. όσο και άλλοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί στη χώρα μας δεν δημοσιοποιούν τις όποιες μελέτες και αναλύσεις τους σχετικά με τις αναμενόμενες επιπτώσεις των οδηγιών και γενικότερα των αλλαγών όλου του θεσμικού πλαισίου, καθώς αυτές, στο εύρος που πραγματοποιούνται, χρησιμοποιούνται αυστηρά και μόνο για τους εσωτερικούς επιχειρηματικούς σκοπούς του εκάστοτε οργανισμού.

1. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΙΚΕΣ ΑΛΛΑΓΕΣ

Βάσει των νέων οδηγιών 107/2001 και 108/2001 της Ε.Ε., θα παρέχονται, εκτός των άλλων, στους Ο.Σ.Ε.Κ.Α. (και συνεπώς στις Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) που αποτελούν τη συντριπτική πλειοψηφία των Ο.Σ.Ε.Κ.Α. στη χώρα μας) οι παρακάτω αυξημένες δυνατότητες άσκησης χρηματοοικονομικών εργασιών:

- (α) διαχείριση θεσμικών και ιδιωτικών κεφαλαίων,
- (β) διαχείριση και διάθεση μεριδίων:

- σε τρίτες χώρες,
- αμοιβαίου αμοιβαίων (funds of funds),
- αμοιβαίων κεφαλαίων τραπεζικών καταθέσεων,
- αμοιβαίων κεφαλαίων αναπαραγωγής χρηματιστηριακού δείκτη (index funds),
- που επενδύουν σε μέσα χρηματαγοράς (money market instruments), και
- με χρήση παραγώγων και χρηματοοικονομικών στοιχείων

Οι εξελίξεις αυτές, διευρύνουν σημαντικά την εμβέλεια του αντικειμένου δραστηριοποίησής τους, "μετατρέποντάς" αυτές ουσιαστικά σε Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, δίνοντάς τους τη δυνατότητα παροχής υπηρεσιών που μέχρι στιγμής ανήκαν παραδοσιακά σε άλλες μορφές χρηματοοικονομικών οργανισμών. Ουσιαστικά αλλάζει η υφιστάμενη οργανωτική δομή των εγχώριων χρηματοοικονομικών ομίλων από τη στιγμή που οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. θα μπορούν, οι ίδιες πλέον, να ασκούν τις εργασίες που εκτελούνται σήμερα από τις Ε.Π.Ε.Υ.

A. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΘΕΣΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΙΔΙΩΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Οι νέες τροπολογίες δίνουν τη δυνατότητα στις Α.Ε.Δ.Α.Κ.-πέρα της παραδοσιακής διαχείρισης των μεριδίων των Α/Κ-να διαχειρίζονται απ' ευθείας κεφάλαια πελατών τους (τόσο θεσμικών όσο και ιδιωτών). Αυτές οι αλλαγές ουσιαστικά διευρύνουν το υπάρχον πεδίο επενδυτικής δραστηριοποίησης των εταιρειών διαχείρισης με αποτέλεσμα να αυξάνουν τον ανταγωνισμό ως προς τις υπάρχουσες εταιρείες που παραδοσιακά εμπλέκονται στις υπηρεσίες αυτές.

Η σημαντικότητα αυτών των αλλαγών για τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. συνίσταται στο γεγονός ότι οι ίδιες θα λειτουργούν πλέον ανταγωνιστικά (και όχι συμπληρωματικά όπως γινόταν μέχρι τώρα) ως προς τις άλλες μορφές εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών με αποτέλεσμα να προκύπτει σημαντικός κίνδυνος συρρίκνωσης της δραστηριότητας των τελευταίων. Το αποτέλεσμα για τις υφιστάμενες Α.Ε.Δ.Α.Κ., τουλάχιστον βραχυχρόνια, θα εξαρτηθεί από το κατά πόσο αυτές θα μπορέσουν να προσαρμοστούν στις νέες απαιτήσεις και να ακολουθήσουν τις αλλαγές αλλά και τις ανάγκες του επενδυτικού και αποταμιευτικού κοινού. Για παράδειγμα, το γεγονός ότι θα παρέχουν, εκτός των παραδοσιακά παρεχόμενων υπηρεσιών και "προσωπικές" υπηρεσίες διαχείρισης αποτελεί πλεονέκτημα για αυτές καθώς είναι λογικό να συγκρατήσουν την υπάρχουσα πελατεία τους από την στιγμή που παρουσιάζεται έντονη η ανάγκη για ολοκληρωμένες υπηρεσίες μέσω του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Ταυτόχρονα όμως, η δεξιότητα, η εμπειρία και η εξειδίκευση των άλλων εταιρειών διαχείρισης οι οποίες παρέχουν ήδη υπηρεσίες τέτοιου τύπου, θα αποτελέσει σημαντικό μειονέκτημα για τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. στην προσπάθεια απόκτησης μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς. Τελικά, θα μπορούσαμε να αναμένουμε, ότι οι εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων οι οποίες θα έχουν την υποστήριξη μεγάλων χρηματοοικονομικών και τραπεζικών ομίλων, θα μπορέσουν τελικά να αποκτήσουν σχετικά γρήγορα την εξειδίκευση που απαιτείται και σε συνδυασμό με τη χρησιμοποίηση του δικτύου διανομής των ομίλων αυτών πιθανόν να αποτελέσουν "απειλή" για τις εταιρίες που παρέχουν εδώ και καιρό προσαρμοσμένες υπηρεσίες τέτοιου είδους.

B. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΑΙ ΔΙΑΘΕΣΗ ΜΕΡΙΔΙΩΝ

1. Διάθεση και Λειτουργία σε Τρίτες Χώρες

Εκτός από το "Ευρωπαϊκό Διαβατήριο" σχετικά με το προϊόν (που παρέχεται μέσω της 85/611), οι νέες οδηγίες δίνουν την ευκαιρία στις εταιρίες διαχείρισης ολοκληρωμένης λειτουργίας και παροχής υπηρεσιών σε άλλες χώρες της Ε.Ε. Η δυνατότητα αυτή διευρύνει σημαντικά τις επενδυτικές δυνατότητες των Α.Ε.Δ.Α.Κ. και αλλάζει το περιβάλλον στο οποίο έχουν δραστηριοποιηθεί μέχρι σήμερα.

Όσον αφορά το βαθμό που θα επηρεαστούν οι Ελληνικές Α.Ε.Δ.Α.Κ., σημαντική είναι η δυνατότητα που παρέχεται βάσει των οδηγιών και σε ξένους αντίστοιχους οργανισμούς να παρέχουν τις υπηρεσίες τους στη χώρα μας με ή χωρίς εγκατάσταση σε αυτή. Ως αποτέλεσμα αυτού του "Ευρωπαϊκού

Διαβατηρίου" είναι πιθανόν να υπάρξει μεταφορά πελατών από και προς αυτούς τους νέους Ο.Σ.Ε.Κ.Α. και να ενταθεί ο βαθμός ανταγωνισμού ανάμεσα στις εταιρείες διαχείρισης. Είναι πολύ πιθανό αυτές οι τροποποιήσεις, στο "γεωγραφικό χάρτη" και στην "αγορά" των επιλογών διάθεσης μεριδίων, να αποτελέσουν περιορισμό στη κερδοφόρα λειτουργία ορισμένων μικρού μεγέθους Α.Ε.Δ.Α.Κ. οι οποίες δεν θα καταφέρουν-σε πρώτη τουλάχιστον φάση-να αναλάβουν το κόστος μια τέτοιας διεθνοποίησης, και να αντέξουν τον διεθνή ανταγωνισμό από την διάθεση ή/και εγκατάσταση των ξένων Ο.Σ.Ε.Κ.Α. στη χώρα μας.

Εκτιμούμε βέβαια ότι ο χρονικός ορίζοντας ενσωμάτωσης των οδηγιών στο Ελληνικό δίκαιο (αναμένεται μέχρι την 13 Αυγούστου 2003, με χρονικό όριο εφαρμογής την 13 Φεβρουαρίου 2004, αν και οι Ο.Σ.Ε.Κ.Α. έχουν την ευκαιρία-υποχρέωση να προσαρμόσουν την λειτουργία τους στις νέες οδηγίες μέχρι και πέντε χρόνια μετά την έναρξη ισχύος των οδηγιών) είναι σχετικά μακρύς και οι όποιες αλλαγές στην χρηματοοικονομική θέση των Ελληνικών, όπως και των αντιστοίχων ξένων οργανισμών, δεν θα επέλθει στο άμεσο μέλλον.

2. Αμοιβαία Αμοιβαίων (funds of funds), Αμοιβαία Τραπεζικών Καταθέσεων, Αμοιβαία Παραγώγων και Αμοιβαία Προϊόντων Χρηματαγοράς (money market instruments)

Μια σημαντική αλλαγή στο διαθέσιμο "μενού" των επενδυτικών-αποταμιευτικών προϊόντων τα οποία θα διαθέτουν και θα προσφέρουν οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. προκύπτει και από τη δυνατότητα διαχείρισης αμοιβαίων-αμοιβαίων (funds of funds) τα οποία είναι ευρέως διαδεδομένα στις υπόλοιπες Ευρωπαϊκές χώρες. Η δυνατότητα αυτή παρέχεται πλέον, μετά φυσικά από την υιοθέτηση των νέων οδηγιών από τις εγχώριες αρχές, και στις αντίστοιχες Ελληνικές εταιρείες.

Τα funds of funds είναι αμοιβαία κεφάλαια τα οποία ως αποκλειστικό σκοπό τους έχουν την επένδυση με απόκτηση, κατοχή, διαχείριση ή διάθεση μεριδίων άλλων κεφαλαίων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων (αμοιβαίων). Σκοπός της εισαγωγής αυτών των νέων κεφαλαίων είναι η παροχή δυνατότητας στο επενδυτικό κοινό να απολαύσουν τα οφέλη, σε όρους προσαρμοσμένης στον κίνδυνο αναμενόμενης απόδοσης, από το συνδυασμό πολλών διαφορετικών και αυτόνομων αμοιβαίων κεφαλαίων που για λόγους μικρού μεγέθους, ρευστότητας ή νομικών περιορισμών δεν μπορούσαν να απολαύσουν μέχρι σήμερα.

Αντίστοιχα η δυνατότητα, μέσα από το νέο πλαίσιο, για επένδυση μέρους των κεφαλαίων σε τραπεζικές καταθέσεις, εργαλεία χρηματαγοράς και παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα αναμένεται

να επιφέρει αλλαγές τόσο στο ενεργητικό των αμοιβαίων κεφαλαίων όσο και στον τρόπο λειτουργίας τους. Η ανοικτή πρόσβαση σε αυτές τις "απαγορευμένες" αγορές δημιουργεί αυτόματα νέο "πελατολόγιο" για τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. καθώς μέσω των νέων αυτών Α/Κ οι τελευταίες δύνανται να προσεγγίσουν μέρος του επενδυτικού κοινού το οποίο μέχρι σήμερα απείχε. Χαρακτηριστικό παράδειγμα (όπως αναλύεται και πιο κάτω) αποτελούν πολλές επιχειρήσεις με εξαγωγικό ή/και εισαγωγικό χαρακτήρα οι οποίες θα μπορούν πλέον, μέσα από την αγορά τέτοιων μεριδίων, να απολαμβάνουν αντισταθμίσεις των κινδύνων τους τις οποίες μέχρι πρότινος δεν μπορούσαν να απολαύσουν λόγω της αδυναμίας πρόσβασης στις αγορές παραγώγων και προϊόντων χρηματαγοράς και λόγω έλλειψης σχετικής "οικειότητας" με αυτές τις αγορές. Καθώς αυτά τα μερίδια των νέων Α/Κ θα υιοθετηθούν σταδιακά από το επενδυτικό κοινό είναι πολύ πιθανό να οδηγήσουν σε άμεση εισροή κεφαλαίων στις αγορές αυτές (και ιδιαίτερα στην αγορά παραγώγων) από τη στιγμή που οι νομοθετικοί περιορισμοί που ισχύουν μέχρι τώρα δεν επιτρέπουν σε "μικρούς" επενδυτές (και επιχειρήσεις) να επενδύσουν σε αυτές. Από αυτή την άποψη αυτά τα νέου τύπου αμοιβαία κεφάλαια θα αποτελέσουν πόλο έλξης κεφαλαίων τα οποία αυτή τη στιγμή αδρανούν και συνεπώς θα συμβάλλουν στην αναπτυξιακή πορεία των Ελληνικών Α.Ε.Δ.Α.Κ.

3. Αμοιβαία Κεφάλαια Αναπαραγωγής Χρηματιστηριακού Δείκτη (Index Funds)

Το νέο θεσμικό πλαίσιο που αναμένεται να υιοθετηθεί βάσει των οδηγιών της Ε.Ε. θα δίνει τη δυνατότητα στις Ελληνικές Α.Ε.Δ.Α.Κ. να δημιουργήσουν και να διαθέτουν αμοιβαία αναπαραγωγής χρηματιστηριακού δείκτη τα οποία αποτελούν χαρτοφυλάκια μετοχών που αντιγράφουν (παρακολουθούν) την πορεία ενός συγκεκριμένου δείκτη ή μιας ομοιογενούς ομάδας μετοχών οι οποίες αντιπροσωπεύουν ένα κλάδο της οικονομίας ή διεθνείς εταιρείες. Τα μερίδια αυτών των αμοιβαίων κεφαλαίων, σε αντίθεση με ότι συνέβαινε έως σήμερα στη χώρα μας βάσει των περιορισμών του υπάρχοντος νομοθετικού πλαισίου, θα διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών και συνεπώς θα αποτελέσουν ένα νέο χρηματοοικονομικό προϊόν παρόμοιο με τα ήδη υπάρχοντα σε άλλες χώρες της Ευρώπης (τα πρώτα αμοιβαία τέτοιου τύπου εμφανίστηκαν στη Γερμανία τον Απρίλιο του 2000).

Ανάλογα με τον τρόπο που η εκάστοτε Α.Ε.Δ.Α.Κ. θα τα διαχειρίζεται, αυτά τα κεφάλαια μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε Παθητικώς και Ενεργητικώς Διαχειριζόμενα Αμοιβαία Κεφάλαια (Passively και Actively Managed Funds αντίστοιχα). Στα πρώτα η ποσοστιαία σύνθεση του χαρτοφυλακίου αλλάζει καθημερινά με τέτοιο τρόπο ώστε τα ποσοστά των μετοχών στο κεφάλαιο να είναι ίδια με τα ποσοστά που συμμετέχουν αυτές οι μετοχές στο δείκτη αναφοράς (benchmark index). Αντιθέτως στα δεύτερα σκοπός της εταιρίας διαχείρισης είναι να χρησιμοποιήσει τις ίδιες μετοχές, αλλά σε διαφορετικά

ποσοστά, με σκοπό να προσφέρει μεγαλύτερες αποδόσεις σε σχέση με αυτές που θα πραγματοποιήσει ο δείκτης αναφοράς. Συνήθως η αναφορά σε Index Funds παραπέμπει στα Παθητικώς Διαχειριζόμενα Αμοιβαία Κεφάλαια.

Τα index funds παρέχουν σημαντικά πλεονεκτήματα στις εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, τα οποία προκύπτουν από την ελκυστικότητα των νέων αυτών προϊόντων στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Αυτό συμβαίνει λόγω του χαμηλού κόστους διενέργειας συναλλαγών το οποίο συνοδεύει αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια, αλλά και από το γεγονός ότι τα νέα αυτά προϊόντα μπορούν να καλύψουν κινδύνους των διαφόρων οικονομικών παραγόντων (καταναλωτών και επιχειρήσεων) κάτι που μέχρι σήμερα δεν ήταν εφικτό. Το χαμηλό κόστος οφείλεται (α) στο γεγονός ότι δεν υπάρχουν προμήθειες διάθεσης και εξαγοράς των μεριδίων όπως συμβαίνει στα Α/Κ μέχρι σήμερα, αλλά μόνο κόστος αντίστοιχο με αυτό της διενέργειας επιμέρους συναλλαγών επί του συνόλου των εν λόγω μετοχών οι οποίες συμπεριλαμβάνονται στο "καλάθι" του index fund, (β) στο ότι με μία πράξη διενεργείται συναλλαγή επί "καλαθιού" μετοχών και όχι επί του συνόλου των μετοχών, κάτι που αφορά συγκεκριμένα τα Παθητικώς Διαχειριζόμενα Αμοιβαία Κεφάλαια (γ) το κόστος διαχείρισης που αναλαμβάνει η εκάστοτε Α.Ε.Δ.Α.Κ. είναι αρκετά μικρότερο από το αντίστοιχο των αμοιβαίων κεφαλαίων. Το τελευταίο συμβαίνει διότι οι διαχειριστές της εταιρείας, και στα πλαίσια μιας παθητικής διαχείρισης, αναπροσαρμόζουν συστηματικά τα βάρη των μετοχών που συμμετέχουν στο index fund, με τρόπο προκαθορισμένο ώστε το απορρέον αμοιβαίο κεφάλαιο να ακολουθεί πιστά τη διάρθρωση του δείκτη αναφοράς με τον οποίο είναι συνδεδεμένο. Με αυτή τη μέθοδο επένδυσης το κόστος της εταιρείας σχετικά με την ανάλυση και την εκτίμηση του κινδύνου στα πλαίσια του "κτισίματος" ενός χαρτοφυλακίου, το οποίο ανταποκρίνεται σε προκαθορισμένες ανάγκες κάλυψης συγκεκριμένων κινδύνων, είναι μικρό και η όλη διαδικασία προσοδοφόρα στο βαθμό που της αναλογεί.

Επίσης, (α) η δυνατότητα διενέργειας πράξεων καθ' όλη τη συνεδρίαση και όχι μόνο η απόκτηση ενός μεριδίου Α/Κ στην τιμή "κλεισίματος" της προηγούμενης ημέρας, (β) η δυνατότητα υπολογισμού της Καθαρής Αξίας του Ενεργητικού (Net Asset Value, NAV) ανά πάσα στιγμή κατά τη διάρκεια μίας συνεδρίασης, (γ) η δυνατότητα, ειδικά για τους "μεγάλους" ή/και θεσμικούς επενδυτές, της εκμετάλλευσης ευκαιριών arbitrage μεταξύ της τιμής του "χαρτοφυλακίου" του μεριδίου, της τιμής των μετοχών του δείκτη αναφοράς, της τιμής των χρηματοοικονομικών προϊόντων επί του υποκείμενου δείκτη και της τιμής των χρηματοοικονομικών προϊόντων επί των επί μέρους μετοχών του (εφόσον βασικά υπάρχουν και διαπραγματεύονται στην αγορά), αποτελούν στοιχεία που ενισχύουν την ελκυστικότητα των index funds και είναι πολύ πιθανή η εισροή νέων κεφαλαίων προς αυτά τα προϊόντα από επενδυτές που μέχρι στιγμής απέχουν από την αγορά και κατά συνέπεια η ενίσχυση της δραστηριότητας και της θέσης των Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Φορολογία

Όλες τα παραπάνω νέα προϊόντα τα οποία θα μπορούν να διαθέτουν οι Ελληνικές Α.Ε.Δ.Α.Κ. βάσει των νέων τροπολογιών, και κατά συνέπεια οι επιπτώσεις τους στην δομή και στην βιωσιμότητα των εταιριών διαχείρισης είναι φυσικό να διαφοροποιηθούν ανάλογα με το φορολογικό καθεστώς το οποίο θα διέπει (μέσα από την προσπάθεια για ενιαία Ευρωπαϊκή φορολογική εναρμόνιση) τις συναλλαγές στα προϊόντα αυτά. Έως σήμερα επιβαλλόταν φόρος, από τις αντιπροσωπεύτριες τράπεζες που προωθούσαν ξένα Α/Κ (η μητρική εταιρεία είχε την έδρα της στο εξωτερικό και προωθούσε τα μερίδιά της σε άλλη χώρα μέσω αντιπροσωπεύτριας τράπεζας) στους Έλληνες επενδυτές, επί των προσόδων που προέκυπταν από την εξαγορά των μεριδίων των αμοιβαίων αυτών, ο οποίος ανερχόταν στο ποσοστό του 20%. Οι προτάσεις ωστόσο για την δημιουργία μιας ενιαίας και εναρμονισμένης Ευρωπαϊκής αγοράς που θα διέπεται από κοινό νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο, επιβάλλουν την σύγκλιση σε κοινοτικό επίπεδο των κανόνων που διέπουν την φορολογία των εισοδημάτων από κινητές αξίες.

Η καθυστέρηση της απόλυτης φορολογικής εναρμόνισης αντίθετα, είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει σε βραχυχρόνιες στρεβλώσεις και ανισορροπίες στην αγορά κεφαλαίων και παράλληλα σε συσσώρευση εν γένει επενδυτικών κεφαλαίων σε αμοιβαία κεφάλαια που δεν υπόκεινται σε φορολογικές επιβαρύνσεις. Ωστόσο η πορεία προς την ολοκλήρωση ενός ενιαίου και απόλυτα συμμετρικού φορολογικού συστήματος είναι πιθανόν να επιφέρει εκροή κεφαλαίων από τα εγχώρια Α/Κ προς τα αντίστοιχα ξένα, με την προϋπόθεση ότι τα τελευταία θα συνεχίσουν να "υπόσχονται" καλύτερες αναμενόμενες αποδόσεις προσαρμοσμένες βέβαια στους κινδύνους που αναλαμβάνουν οι εγχώριοι επενδυτικοί οικονομικοί παράγοντες.

Τραπεζικά Δίκτυα και Ανεξάρτητες Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Η κρίσιμη περίοδος των υψηλών εσόδων από το Χρηματιστήριο και των μεγάλων αποδόσεων των Ομολόγων έχει περάσει ανεπιστρεπτή. Σήμερα η επιβίωση τόσο των πιστωτικών ιδρυμάτων όσο και των εταιριών πώλησης επενδυτικών προϊόντων και υπηρεσιών, επιτάσσει την ανάγκη ενοποίησης των τραπεζικών δικτύων πωλήσεων.

Συγκεκριμένα, όσο μεγαλύτερο γεωγραφικά είναι το δίκτυο που ελέγχει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, τόσο περισσότερες είναι οι προοπτικές που αυτό έχει μέσα στο νέο τραπεζικό τοπίο που σύντομα αναμένεται να διαμορφωθεί. Η «νέα τάξη πραγμάτων» συνεχώς αποδुकνείει ότι τα τραπεζικά κέδη

συρρικνώνονται διαρκώς, γεγονός που αναγκάζει τις τράπεζες να εξαντλούν όλες τις εργασίες τους, τραπεζικές και επενδυτικές, μέσα από το δίκτυο, με κύρια επιδίωξη την αύξηση του μεριδίου τους στο retail banking, τοποθετώντας κατ' αυτόν τον τρόπο σε δεύτερη μοίρα τις εξειδικευμένες θυγατρικές τους.

Η διαπίστωση αυτή ακυρώνει εν μέρει τις προοπτικές που δίνει στις μη τραπεζικές επενδυτικές εταιρείες το σχέδιο της Οδηγίας 85/611/ΕΟΚ και οι τροποποιήσεις αυτής, βάσει των οποίων διευρύνονται οι επενδυτικές δυνατότητες αλλά και οι προσφερόμενες υπηρεσίες των Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Ουσιαστικά η απόφαση αυτή μετατρέπει τις Α.Ε.Δ.Α.Κ. σε εξειδικευμένα financial super markets, μόνο που η αρχική σκέψη ωρίμασε την εποχή που οι κεφαλαιοαγορές προσέφεραν στο επενδυτικό κοινό υψηλά και σε ορισμένες περιπτώσεις «εύκολα» κέρδη.

Οι Α.Ε.Π.Ε.Υ ωστόσο δύνανται να λειτουργήσουν συμπληρωματικά. Όπως άλλωστε υποστηρίζεται από στελέχη εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών που δεν αποτελούν θυγατρικές τραπεζικών ομίλων, το μεγαλύτερο πλεονέκτημα όσων προσβλέπουν στα περιθώρια που ανοίγει η σταδιακή εισαγωγή και στην Ελλάδα της φιλοσοφίας του Financial Super Market, είναι η ευελιξία και η ικανότητα παραγωγής εξειδικευμένων προϊόντων τα οποία θα λειτουργούν συμπληρωματικά στα μαζικής παραγωγής προϊόντα των τραπεζικών ομίλων

Ανεξάρτητοι όμιλοι επενδυτικών υπηρεσιών προσβλέπουν στη διακίνηση προϊόντων τους στην ελληνική αγορά μέσω δικτύων μαζικής πώλησης όπως τα τραπεζικά.

Μπορεί λοιπόν η Κοινοτική Οδηγία να επιτρέψει την περαιτέρω μεγέθυνση των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ), οι τωρινές συνθήκες όμως επιβάλλουν την απόκτηση δικτύου, πλεονέκτημα που αποκλειστικά διαθέτουν οι ισχυροί τραπεζικοί όμιλοι. Η ύπαρξη δικτύου διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην προώθηση και πώληση νέων επενδυτικών προϊόντων, με αποτέλεσμα οι Α.Ε.Δ.Α.Κ που δεν αποτελούν θυγατρικές εταιρείες τραπεζικών ομίλων να αντιμετωπίζουν σημαντικό πρόβλημα επιβίωσης. Η εποχή του «small is beautiful» έχει άλλωστε παρέλθει.

Τι σημαίνει ωστόσο αυτό για τις Α.Ε.Δ.Α.Κ;

Όσες Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων αποτελούν θυγατρικές τραπεζών θα συνεχίσουν τον σχεδιασμό και την δημιουργία προϊόντων, τα οποία στη συνέχεια θα πωλούνται από το δίκτυο της τράπεζας, ενώ δεν αναμένεται να δούμε απορρόφηση των εν λόγω εταιρειών από την

μητρική σε αντίθεση με τις χρηματιστηριακές εταιρείες στις οποίες υπάρχει μία τάση απορρόφησης από τις Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Εδώ λοιπόν και από την πλευρά των τραπεζών, οι ίδιες πρέπει να προχωρήσουν σε αναδιάρθρωση των καταστημάτων τους και να εισάγουν μέσα στα καταστήματα του δικτύου τους χρηματοοικονομικούς συμβούλους προς ενημέρωση των επενδυτών, σχετικά με τις νέες μορφές επενδύσεων. Με την ενοποίηση των δικτύων διανομής τέλος, ο τραπεζικός όμιλος ωφελείται, πέρα της αύξησης των εργασιών, και ως προς το βασικό ζητούμενο: τον περιορισμό του λειτουργικού κόστους.

2. ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΕ ΙΔΙΩΤΕΣ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

Οι δύο οδηγίες - τροπολογίες, 107/2001/ΕΚ και 107/2001/ΕΚ, που παρουσιάστηκαν και αναλύθηκαν στα παραπάνω κεφάλαια αποτελούν ένα επιπλέον σημαντικό βήμα, μεταξύ όλων των άλλων νομοθετικών και κανονιστικών πλαισίων, προς την φιλελευθεροποίηση των εγχώριων αγορών και προς την δημιουργία ενός καθεστώτος περισσότερο ενοποιημένων διεθνών αγορών στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής εναρμόνισης .

Τα οφέλη από την ολοκλήρωση των χρηματοοικονομικών αγορών, όπως αυτή ακολουθείται και από την αντίστοιχη των αγορών προϊόντων - υπηρεσιών και εργασίας, είναι πολλά και σίγουρα η ανάλυση των θετικών (και των αρνητικών) επιπτώσεων τους διαφέρει ανάλογα με τη φύση και την οικονομική διάρθρωση του εκάστοτε οικονομικού φορέα (ιδιώτες επενδυτές - καταναλωτές, επιχειρήσεις, κράτος, χρηματοοικονομικές εταιρίες κ.α.). Διαφέρει επίσης ως προς το μικροοικονομικό και μακροοικονομικό πρίσμα κάτω από το οποίο τα εν λόγω οφέλη μπορούν να αναλυθούν.

Σκοπός των παραγράφων που ακολουθούν είναι η σκιαγράφηση των πιθανών επιπτώσεων των δύο τροπολογιών στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον που δρουν οι διάφοροι οικονομικοί φορείς και η περιληπτική παρουσίαση των ωφελειών που θα προκύψουν από τις αλλαγές που αναμένονται να υιοθετηθούν από τις εγχώριες νομισματικές και χρηματοοικονομικές αρχές. Είναι σαφές ότι τα οφέλη (και πιθανόν τα κόστη) που δύναται να προκύψουν από τις νομοθετικές αυτές αλλαγές δεν είναι δυνατό να ποσοτικοποιηθούν και να μετρηθούν επακριβώς, καθώς εντάσσονται στο γενικότερο πλαίσιο "ανοίγματος" των εγχώριων και διεθνών αγορών. Είναι όμως βέβαιο ότι θα αποτελέσουν κίνητρο για την δημιουργία: ασφαλών αγορών, παραγωγικών επενδυτικών τοποθετήσεων, ενίσχυσης της ροής και της κατανομής των παραγωγικών πόρων και των κεφαλαίων της οικονομίας και ως αποτέλεσμα των παραπάνω καλύτερων αναπτυξιακών προοπτικών.

Ιδιώτες (καταναλωτές - επενδυτές)

Τα πιθανά οφέλη και οι επενδυτικές δυνατότητες για τους διάφορους ιδιώτες πολίτες της Ε.Ε. είναι σίγουρα αρκετά. Μέσα από την δημιουργία νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων οι Ο.Σ.Ε.Κ.Α. θα μπορούν να παρέχουν εξειδικευμένες επενδυτικές προτάσεις οι οποίες θα βασίζονται στην επαγγελματική ανάλυση των κινδύνων και των διαχρονικών προτιμήσεων των διαφόρων ιδιωτών με αποτέλεσμα αυτοί να είναι σε θέση να εκμεταλλευτούν αγορές και προϊόντα στα οποία παλαιότερα (και λόγω ρευστότητας και μεγέθους) δεν είχαν πρόσβαση.

Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν η δυνατότητα που δίνεται στους Ο.Σ.Ε.Κ.Α. να επενδύουν σε αγορές στις οποίες δεν μπορούσαν έως σήμερα (τραπεζικές καταθέσεις, χρηματοοικονομικά παράγωγα κ.α.) και ταυτόχρονα να διαχειρίζονται ατομικά χαρτοφυλάκια. Οι αλλαγές αυτές δίνουν την ευκαιρία στους ιδιώτες καταναλωτές - επενδυτές να εισέλθουν σε προϊόντα άγνωστα σε αυτούς με τρόπο "ασφαλή", που προκύπτει από την επαγγελματική διαχείριση και να επενδύσουν σε αγορές που μέχρι πρότινος δεν είχαν το οικονομικό και νομικό "δικαίωμα". Επεκτείνεται έτσι το φάσμα επενδυτικών - αποταμιευτικών δυνατοτήτων των ιδιωτών και συνεπώς καθίσταται δυνατή η καλύτερη διαχείριση του αποταμιευμένου πλούτου τους, η αντιμετώπιση, και πολλές φορές η πλήρης αντιστάθμιση, των προσωπικών τους κινδύνων (όπως για παράδειγμα κίνδυνοι που απορρέουν από την πιθανότητα απώλειας θέσης εργασίας, κίνδυνος πληθωρισμού που μειώνει την αγοραστική αξία των εισοδημάτων τους κ.α., κίνδυνος μείωσης των μελλοντικών ονομαστικών (χρηματικών) εισοδημάτων κ.α.) και γενικότερα η υποστήριξη και "εξομάλυνση" του διαχρονικού καταναλωτικού τους προγράμματος και σχεδιασμού.

Το διευρυμένο αυτό φάσμα επενδυτικών δυνατοτήτων καθιστά τους ιδιώτες ικανούς να υποστηρίξουν την μελλοντική τους κατανάλωση, μέσω των αποδόσεων από τις τοποθετήσεις τους, ακόμα κι όταν η οικονομική συγκυρία είναι αρνητική. Σε αυτό το πλαίσιο εντάσσεται και η διενέργεια άμεσης επένδυσης σε μερίδια Ο.Σ.Ε.Κ.Α. όπως αυτή προκύπτει από τη δυνατότητα που δίνεται στους οργανισμούς αυτούς για διάθεση των υπηρεσιών τους και των μεριδίων τους σε τρίτες χώρες. Με αυτή την αλλαγή οι ιδιώτες επενδυτές θα μπορούν να εκμεταλλευτούν τις όποιες πιθανές "ευκαιρίες" από την διεθνή αγορά και θα έχουν τη δυνατότητα να διακρατούν διεθνοποιημένα χαρτοφυλάκια που θα αποτελούνται από εγχώρια αλλά και διεθνή περιουσιακά στοιχεία, κάτι που μέχρι σήμερα δεν ήταν εφικτό.

Τέλος, όπως είναι γνωστό η ροή πληροφορίας προς τους επενδυτικούς φορείς αποτελεί βασικό παράγοντα για την αποτελεσματική διαχείριση των επενδυμένων κεφαλαίων και συνεπώς την

"αποτελεσματική" λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών (εξίσωση των προσαρμοσμένων στον συστηματικό κίνδυνο αναμενόμενων αποδόσεων). Οι αλλαγές αναφορικά με τα ενημερωτικά δελτία που επέρχονται και αναμένονται να υιοθετηθούν από τους ΟΣΕΚΑ μέσα από την εφαρμογή των οδηγιών της Ε.Ε., είναι σίγουρα μια προσπάθεια των Ευρωπαϊκών αρχών προς αυτή τη κατεύθυνση. Η βελτίωση της ποιοτικής και συστηματικής πληροφόρησης που θα διοχετεύεται στους ιδιώτες επενδυτές θα καθιστά τις αποφάσεις τους περισσότερο ορθολογικές καθώς οι ίδιοι θα είναι σε θέση να αξιολογήσουν καλύτερα τις επενδυτικές και αποταμιευτικές τους ανάγκες και να προβούν σε πιο "συμφέρουσες" για αυτούς διαχειριστικές επιλογές.

Επιχειρήσεις

Τα αποτελέσματα των οδηγιών της Ε.Ε. αποτελούν σίγουρα θετική εξέλιξη τόσο για τις "οικογενειακού τύπου" όσο και για τις μικρομεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις. Πολλά από τα προαναφερθέντα ισχύουν και για το σύνολο των επιχειρήσεων καθώς αυτές θα έχουν τη δυνατότητα, ως ανεξάρτητοι οικονομικοί φορείς, να διαχειριστούν καλύτερα και πιο αποδοτικά τα διαθέσιμα κεφάλαιά τους και να καλύψουν κινδύνους που σχετίζονται με τις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες. Για παράδειγμα, η δυνατότητα των Ο.Σ.Ε.Κ.Α, μέσα από τις νέες τροπολογίες, ως προς την προσφορά "ατομικών" επενδυτικών υπηρεσιών μπορεί να οδηγήσει τις επιχειρήσεις σε χρησιμοποίηση των "νέων" αυτών προϊόντων για κάλυψη εξωτερικών και μη προβλέψιμων διαταραχών σχετικά: με τις μελλοντικές ιστοιμίες, τις διεθνείς τιμές των συντελεστών παραγωγής (ειδικά για εισαγωγικές και εξαγωγικές εταιρείες), το κόστος των εγχώριων πρώτων υλών, τον πιστωτικό τους κίνδυνο και γενικότερα όλων των εξωγενών οικονομικών επιπτώσεων (εγχώριων και ξένων) οι οποίες συνιστούν συστηματικούς κινδύνους που θα μπορούσαν να διαταράξουν την αναπτυξιακή τους πορεία.

Είναι φυσικό ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις θα σπεύσουν να εκμεταλλευτούν αυτές τις δυνατότητες πολύ πιο γρήγορα από τις μικρότερες εταιρείες. Αυτό θα συμβεί λόγω του γεγονότος ότι αυτές οι εταιρείες διαθέτουν ήδη, σε μεγάλο ποσοστό, τμήματα σχετικά εξειδικευμένης διαχείρισης κεφαλαίων και εμπλέκονται με αρκετούς τρόπους στις αγορές χρήματος, συναλλάγματος και κεφαλαίου. Εντούτοις, και οι μικρότερες επιχειρήσεις θα έχουν πα την ευκαιρία να επενδύσουν ένα μέρος της μικρής έστω ρευστότητας τους σε τίτλους στους οποίους μέχρι σήμερα δεν επένδυναν λόγω του μικρού τους μεγέθους, της περιορισμένης ρευστότητάς τους, και της αδυναμίας εύρεσης εναλλακτικών, πέρα των παραδοσιακών, μορφών χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Γενικά, υποστηρίζεται ότι η δυνατότητα "ατομικής" διαχείρισης κεφαλαίων, η ενίσχυση του διεθνούς ανταγωνισμού μέσα από την δυνατότητα παροχής μεριδίων σε άλλες χώρες, η καλύτερη πληροφόρηση μέσα από τα νέα ενημερωτικά δελτία, και η πρόσβαση μέσα από τα μερίδια σε "απαγορευμένες" (λόγω νομικών περιορισμών και έλλειψη τεχνογνωσίας) αγορές (π.χ. αγορές χρηματοοικονομικών παραγώγων), που προωθούν οι νέες Ευρωπαϊκές οδηγίες για τους Ο.Σ.Ε.Κ.Α., μπορούν να αποτελέσουν σημαντική βοήθεια για τον επιχειρηματικό κόσμο στη προσπάθεια μιας καλύτερης διαχείρισης των κινδύνων που αναλαμβάνουν, στην ενίσχυση της κερδοφορίας τους και γενικότερα στη μακροχρόνια βιωσιμότητά τους.

Πληροφόρηση και Πλεονεκτήματα Επενδυτών και Επιχειρήσεων

Η Τεχνολογία των συστημάτων αποτελεί και όπως οι συνθήκες αποδεικνύουν, πρόκειται να παραμείνει ο κινητήριος μοχλός ολόκληρης της βιομηχανίας κεφαλαίων. Έχει ήδη αποδειχθεί ότι το Ιντερνετ, αποτελεί ένα μέσο αποτελεσματικής μετάδοσης και αναπαραγωγής σημαντικών, για τους επενδυτές πληροφοριών, καθώς οι τελευταίοι γίνονται ολοένα και πιο έμπειροι μέσω της καλύτερης πρόσβασης στην πληροφόρηση και μέσω της συνεχούς επαγγελματικής και ακαδημαϊκής επιμόρφωσής τους. Κατ' αυτόν τον τρόπο οι συνθήκες της αγοράς γίνονται ολοένα και περισσότερο ανταγωνιστικές. Ο διαρκώς αυξανόμενος ανταγωνισμός με την σειρά του θα οδηγήσει πιθανά, σε υψηλότερο βαθμό διαφοροποίησης των «καναλιών» διανομής, στην δημιουργία νέων και περισσότερων «ποικιλιών» προϊόντων, και, σε κάποιο βαθμό, σε μείωση των εξόδων και του κόστους. Μέσω του Ιντερνετ προσφέρεται η δυνατότητα εύκολης πρόσβασης σε πληροφορίες σχετικά με τις αποδόσεις και γενικότερα τα στατιστικά χαρακτηριστικά (διακυμάνσεις, συσχετίσεις κ.α.) των επενδύσεων όλων των ενδιαφερομένων, οδηγώντας κατ' αυτόν τον τρόπο στην παγίωση της διαφάνειας, εφ' όσον καθίσταται αδύνατη η απόκρυψη σημαντικών στοιχείων, και παράλληλα ενισχύεται η δυνατότητα παρουσίασης των πρόσφατων αποτελεσμάτων σε συγκρινόμενες βάσεις. Συγχρόνως, και μέσω του Διαδικτύου, τίθεται μία σημαντική πρόκληση προς τους εθνικούς νομοθέτες που αφορά σε μία διαρκή προσπάθεια διακράτησης του ελέγχου των εγχωρίων αγορών εντός συγκεκριμένων κανονιστικών και νομοθετικών πλαισίων. Τούτο παρουσιάζεται εξαιρετικά δύσκολο αλλά και επιτακτικό, λόγω της εύκολης πρόσβασης των επενδυτών σε νέα, προσφερόμενα μέσω του Διαδικτύου επενδυτικά προϊόντα.

Η προώθηση, μέσω του Ιντερνετ και γενικότερα μέσω των συστημάτων σύγχρονης τεχνολογίας, κεφαλαίων προερχόμενων από διανομείς οι οποίοι, έως σήμερα, διαπραγματεύονταν κεφάλαια αποκλειστικά δικής τους και μόνο ιδιοκτησίας, αποτελεί πλέον αναμφισβήτητο γεγονός. Ήδη ένας μεγάλος αριθμός θεσμικών επενδυτών, διαπραγματεύεται ένα σημαντικό αριθμό νέων προϊόντων, τα

οποία προέρχονται από εταιρείες διαχείρισης που λειτουργούν υπό την δικαιοδοσία άλλων θεσμικών επενδυτών και οργανισμών.

Στο παρελθόν και μέχρι και το πρόσφατο παρόν, όλες οι σημαντικές πληροφορίες ήταν διαθέσιμες στο ευρύτερο κοινό, μέσω του ειδικού οικονομικού τύπου και των πληροφοριακών δελτίων των χρηματοοικονομικών οργανισμών. Η διάδοση αυτών μέσω του Διαδικτύου ήταν ευρεία και καθολική, ενώ έγινε εμφανής η διαπίστωση ότι λόγω της εύκολης πλέον πρόσβασης στην πληροφορία (που χαρακτηρίζεται από οικονομίες κλίμακας), τα οφέλη των διαχειριστών έναντι των αντιστοίχων των επενδυτών, είναι σαφώς περιορισμένα.

Η διαθεσιμότητα των πληροφοριών αποτελεί λοιπόν την κυρίαρχη δύναμη και στον τομέα των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες, ενώ η ροή των πληροφοριών αυτών προς τους επενδυτές πρέπει να λαμβάνει χώρα υπό συνθήκες απόλυτης διαφάνειας. Το διαρκώς αναπτυσσόμενο δίκτυο πρόσβασης και επεξεργασίας των εν λόγω πληροφοριών, το οποίο διαθέτουν πλέον οι περισσότερες νέες επιχειρήσεις, ενισχύει την αξία των πληροφοριών αυτών, συντελεί στην άμεση συλλογή στοιχείων, διευκολύνει την παρουσίασή τους με τρόπο αδιάλειπτο και συνεχή, και θέτει τις απαραίτητες βάσεις για την διεξαγωγή συγκρίσεων των προσαρμοσμένων στο κίνδυνο αποδόσεων των ΟΣΕΚΑ. Οι συγκρίσεις αυτές είναι αναγκαίες καθότι ορισμένοι φορείς πληροφοριών ταξινομούν τα κεφάλαια με βάση τις αποδόσεις τους και τον κίνδυνο που αυτά εμπεριέχουν.

Ανταγωνισμός

Αρχικά μέσω της εφαρμογής της ισχύουσας πλέον Οδηγίας 85/611 και μετέπειτα μέσω της σύστασης των δύο νέων προτάσεων (108/2001 και 107/2001) ως προς την τροποποίηση της αρχικής Οδηγίας προάγεται η ιδέα της ανταγωνιστικότητας, της δυνατότητας δηλαδή των ευρωπαϊκών εταιρειών να παρέχουν υπηρεσίες με ανταγωνιστικούς όρους και να μπορούν, σε παγκόσμιο επίπεδο, να ανταγωνίζονται με επιτυχία εταιρείες άλλων περιοχών, ώστε καθοριστικά να συμβάλλουν στην οικονομική ανάπτυξη και πρόοδο της Ευρώπης. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό διότι, αν στεφθεί με επιτυχία, αφενός θα δημιουργηθούν νέες θέσεις εργασίας αφετέρου θα δημιουργηθεί ένας ευρωπαϊκός αποτελεσματικός μηχανισμός άντλησης και τοποθέτησης χρηματοοικονομικών πόρων, κρίσιμος για την επίτευξη ικανοποιητικών ρυθμών ανάπτυξης. Είναι πολύ πιθανό ότι ο τομέας των Συλλογικών Επενδύσεων θα αντιμετωπίσει τον διαρκώς αυξανόμενο ανταγωνισμό που προέρχεται από τα νέα προϊόντα. Ο συνδυασμός των πλεονεκτημάτων της τεχνολογίας και των χρηματοοικονομικών καινοτομιών, σε συνδυασμό με διάφορα καιρία προβλήματα αναφορικά με τα κόστη των Οργανισμών

και τις επενδυτικές τους στρατηγικές, θα στρέψουν πιθανά τους επενδυτές σε εναλλακτικά επενδυτικά προϊόντα.

Ένα λοιπόν από τα σημαντικότερα συστατικά της δημιουργίας μιας ενοποιημένης και ολοκληρωμένης αγοράς κινητών αξιών, είναι η ενθάρρυνση του ανταγωνισμού, και η διασφάλιση της δυνατότητας ελεύθερης εισόδου και πρόσβασης με ίσους όρους, σε διάφορες ανταγωνιστικές αγορές. Στα πλαίσια μίας ολοκληρωμένης και εύκολα «προσβάσιμης» αγοράς η καινοτομία και ο ανταγωνισμός θα ενεργοποιήσουν την ανάγκη δημιουργίας νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών, μειώνοντας παράλληλα το κόστος των ήδη υπάρχοντων (π.χ. εμπορικά δάνεια, πιστωτικές κάρτες, συναλλαγές στεγαστικών και ιδιωτικών τοποθετήσεων), το οποίο με την πάροδο του χρόνου θα συγκλίνει σε χαμηλότερα επίπεδα. Επιπλέον η ολοκλήρωση της Ευρωπαϊκής αγοράς θα οδηγήσει σε μείωση του συνολικού κόστους συναλλαγών με αποτέλεσμα την αποτελεσματικότερη λειτουργία του μηχανισμού των τιμών.

Η σύγκλιση των τιμών μεταξύ των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι μία επιτακτική ανάγκη, που τα τελευταία ωστόσο έτη έχει επιβραδυνθεί σημαντικά. Οι πιο πρόσφατοι δείκτες τιμών αποδुकνείουν ότι η εν λόγω διαδικασία παραμένει μάλλον στάσιμη. Αυτή η εξέλιξη είναι λιγότερο ικανοποιητική για τους καταναλωτές, ενώ παράλληλα αποτελεί σαφή ένδειξη του ότι εξακολουθούν να υφίστανται εμπόδια μεταξύ των χωρών, κάτι που πρακτικά περιορίζει την σύγκλιση. Η εναρμόνιση των τιμών λοιπόν, χωρίς αυτή να αποτελεί το βασικό άξονα της πολιτικής, είναι απολύτως αναγκαία διότι έτσι δύναται να περιοριστούν αδικαιολόγητες ανατιμήσεις στις τιμές των διαρκών και μη καταναλωτικών αγαθών. Έχει άλλωστε παρατηρηθεί ότι στα αγαθά εκείνα των οποίων οι τιμές παρουσιάζουν μια ικανοποιητική σύγκλιση μεταξύ των χωρών της Ε.Ε οι αυξήσεις των τιμών είναι χαμηλές.

Ο ανταγωνισμός με άλλα λόγια στα πλαίσια της ενιαίας αγοράς αποτελεί το έναυσμα για την πορεία σύγκλισης των τιμών. Η εν λόγω σύγκλιση περιορίζει δραστικά τις δυνατότητες υψηλών αυξήσεων στις τιμές των αγαθών και υπηρεσιών. Επωφελείται κατα τον τρόπο αυτό ο καταναλωτής, περιορίζονται οι μισθολογικές αυξήσεις, και διασφαλίζεται τελικά η ανταγωνιστικότητα ολόκληρης της οικονομίας.

Η έννοια του ανταγωνισμού τελικά, έχει προσλάβει καθοριστική σημασία για το σύνολο των κρατών και των κοινωνιών. Η τάση για πρόοδο σε συνδυασμό με την αναντιστοιχία και την ασυμμετρία των αγοραστών και των πωλητών στις αγορές, αναγορεύει την αρχή του ανταγωνισμού σε θεμελιώδη κατευθυντήρια αρχή της κοινωνικής και οικονομικής ανάπτυξης. Η ανάπτυξη αυτή περνά μέσα από ισχυρούς κοινωνικούς και οικονομικούς θεσμούς που κατά συνταγματική επιταγή πρέπει να αποβλέπουν στην πραγμάτωση της οικονομικής προόδου μέσα σε ελευθερία και δικαιοσύνη. Η

Ελληνική Πολιτεία είναι λοιπόν υποχρεωμένη ως προς την διαφύλαξη της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής οικονομίας τόσο ευρωπαϊκά όσο και παγκόσμια

Ρευστότητα, Κίνηση Κεφαλαίων και Διαφάνεια Συναλλαγών

Με μια απλή ανάγνωση των αριθμών και των αποτελεσμάτων και λαμβανομένων υπ' όψιν των εγχώριων και διεθνών εξελίξεων, καταλήγουμε σε κρίσιμα συμπεράσματα αναφορικά με την περίοδο που διανύει σήμερα η κεφαλαιαγορά. Είναι εμφανές ότι η τελευταία πάσχει από σοβαρή έλλειψη ρευστότητας και διαφάνειας αλλά και από άλλα διαρθρωτικά προβλήματα, τα οποία δεν βοηθούν στην περαιτέρω ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών εταιρειών, και της εγχώριας αγοράς.

Οι πιθανολογούμενες αλλαγές προερχόμενες μέσω της Κοινοτικής Οδηγίας 85/611 και των τροποποιήσεων αυτής αποτελούν ένα μικρό τμήμα των ευρύτερων αλλαγών από την εφαρμογή και άλλων Κοινοτικών Οδηγιών αναφορικά με τα καίρια ζητήματα της διαφάνειας και ρευστότητας. Ωστόσο με οποιαδήποτε μορφή και αν οι αλλαγές αυτές έρθουν, ακόμα και με ήπια, θα αποτελέσουν μία επιπλέον αιτία, αν όχι αφορμή, για την επιτάχυνση των διαδικασιών αλλαγής που θα έρθουν ούτως ή άλλως στην Ελληνική κεφαλαιαγορά. Στις συνθήκες που διερχόμαστε σήμερα, και που ασφαλώς αποτελούν συνθήκες συρρίκνωσης της ρευστότητας, υφίσταται κίνδυνος διάσπασης δηλαδή μεταφοράς της ρευστότητας από τις οργανωμένες αγορές σε άλλους ιδιωτικούς μηχανισμούς συναλλαγών. Κάτι τέτοιο θα δημιουργήσει αναμφισβήτητα μεγάλα κόστη τα οποία, και λόγω της σημερινής κατάστασης, δεν θα μπορούν να αντισταθμιστούν από τις ωφέλειες αυτής της μετακύλισης.

Τίθεται βέβαια ένα σημαντικότατο δίλημμα: οι απαιτούμενες αλλαγές θα λάβουν χώρα οργανωμένα και βάσει προγράμματος ή θα επέλθουν λόγω των πιέσεων της αγοράς και των διεθνών εξελίξεων; Η Ελλάδα πρέπει να καταβάλλει σημαντικές προσπάθειες ως προς την δημιουργία πιο focused αγορών, είτε εξειδικευμένων είτε περιφερειακών, με υψηλή ρευστότητα, αποτελεσματικότητα, και ασφάλεια συναλλαγών, και η σύγκλιση σε μια κοινή πορεία που προβλέπεται μέσω των Κοινοτικών Οδηγιών αποτελεί ένα πρώτο βήμα προς την κατεύθυνση αυτή.

Μέσω του Ευρωπαϊκού Διαβατηρίου και εφόσον ,προς το παρόν, η Ελλάδα δεν διαθέτει πλήθος εγχώριων τίτλων ο δυναμισμός των Ελληνικών αγορών θα διοχετευθεί. Οι επενδυτές θα έχουν πρόσβαση σε νέες αγορές, όπως άλλωστε και οι ελληνικές επιχειρήσεις σε αγορές του εξωτερικού. Παράλληλα θα υπάρξει εισροή κεφαλαίων προς την Ελλάδα, καθότι οι συνθήκες της χώρας μας ευνοούν την εξέλιξη της φιλοσοφίας σχετικά με τη μετατροπή της Ελληνικής αγοράς σε Financial Center του ευρύτερου Βαλκανικού χώρου. Οι δυνατότητες συναντώνται λοιπόν στον ελεύθερο χώρο,

στην ελεύθερη κίνηση. Εκεί θα φανεί ο δυναμισμός των επιχειρήσεων και οι επενδυτές θα βρουν τρόπους να επωφεληθούν.

Τρίτο και πολύ σημαντικό ζήτημα αποτελεί το αδιαπραγμάτευτο ζήτημα της διαφάνειας. Η διαφάνεια έγκειται σε πολύ σημαντικά ζητήματα λόγου χάρη στην εμφάνιση των τιμών, στην «ανακάλυψη της τιμής», στην γενικότερη εμφάνιση αν όχι του συνόλου, τουλάχιστον των περισσοτέρων στοιχείων των συναλλαγών. Τα εν λόγω στοιχεία είναι ιδιαίτερα σημαντικά για τους συναλλασσόμενους, είτε πρόκειται για μικρούς επενδυτές, είτε για επαγγελματίες θεσμικούς, και επομένως αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για την αποδοχή τέτοιων εναλλακτικών συστημάτων η διατήρηση των κανόνων διαφάνειας.

Η εφαρμογή ενός αξιόπιστου και καθολικού νομοθετικού πλαισίου για τους ΟΣΕΚΑ, όπως αυτό υιοθετείται μέσω της αρχικής Οδηγίας και των τροποποιήσεων αυτής θα τοποθετήσει τον πήχη της διαφάνειας σε επίπεδα υψηλότερα, βελτιώνοντας παράλληλα την αποδυναμωμένη αξιοπιστία των επενδυτών, και κατ' επέκταση την μειωμένη ζήτηση και το ενδιαφέρον των τελευταίων, ενθαρρύνοντας έτσι την προσπάθεια για περαιτέρω εξελίξεις και οργάνωση.

3. ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Το "συνταξιοδοτικό πρόβλημα" πηγάζει από την (α) αδυναμία πολλών εθνικών ασφαλιστικών ταμείων να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους έναντι των ασφαλισμένων και να διασφαλίσουν ένα καθεστώς επαρκούς σύνταξης σε όρους όχι μόνο οικονομικής αλλά και κοινωνικής δικαιοσύνης, και (β) από το δημογραφικό πρόβλημα που παρατηρείται έντονα τα τελευταία χρόνια. Η κατάσταση που έχει διαμορφωθεί είναι πολύ πιθανόν να οδηγήσει, αν δεν ληφθούν τα απαραίτητα μέτρα, σε κατάρρευση κάποιων συνταξιοδοτικών και ασφαλιστικών συστημάτων και ταμείων καθώς η μη αποτελεσματική διαχείριση των κεφαλαίων, οι περιορισμοί στις επενδυτικές τοποθετήσεις (χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί ο περιορισμός επένδυσης σε εγχώριους τίτλους), και το ολοένα αυξανόμενο κόστος λειτουργίας των ασφαλιστικών οργανισμών καθιστά τους τελευταίους συστηματικά ελλειμματικούς με αποτέλεσμα να απειλείται άμεσα η βιωσιμότητα τους και, ως αποτέλεσμα, το επίπεδο κοινωνικής και οικονομικής ανάπτυξης και ευημερίας.

Στην Ευρώπη είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη η άποψη ότι οι Ο.Σ.Ε.Κ.Α. μπορούν και θα έπρεπε να διαδραματίσουν ένα σημαντικό εναλλακτικό ρόλο και η άποψη αυτή φαίνεται ότι θα καταστεί περισσότερο ισχυρή τα επόμενα χρόνια. Το βασικό επείγον βασίζεται στη φύση και στη δομή

λειτουργίας των Ο.Σ.Ε.Κ.Α. και στα απορρέοντα πλεονεκτήματά τους έναντι άλλων μορφών επένδυσης -"αποταμίευσης". Υποστηρίζεται ότι οι Ο.Σ.Ε.Κ.Α. μπορούν να "χρησιμοποιηθούν" ως φορέας κοινωνικής πολιτικής στα πλαίσια της ένταξής τους στα "μέσα επίλυσης" του ασφαλιστικού προβλήματος που έχει προκύψει τα τελευταία έτη στην Ελλάδα και στην Ευρωπαϊκή Ένωση γενικότερα.

Ειδικότερα, και βάσει των τροπολογιών, η επένδυση σε χρηματοοικονομικά παράγωγα, τραπεζικές καταθέσεις, μερίδια άλλων οργανισμών, η δυνατότητα παροχής υπηρεσιών σε τρίτο κράτος (με ή χωρίς εγκατάσταση σ' αυτό) και η "επαγγελματική" συλλογική ή και ατομική διαχείριση, όπως επίσης και η βελτίωση της παρεχόμενης ποιότητας πληροφοριών μέσω του αναθεωρημένου δελτίου αποτελούν σημαντικές αλλαγές στα επενδυτικά και αποταμιευτικά δεδομένα των πολιτών. Η δυνατότητα καλύτερης πληροφόρησης και η διεύρυνση των επενδυτικών επιλογών παρέχουν την ευκαιρία σχεδιασμού και υλοποίησης ενός συμπληρωματικού ασφαλιστικού - επενδυτικού - αποταμιευτικού προγράμματος, ανάλογα με τις καταναλωτικές ανάγκες και τις εισοδηματικές δυνατότητες του κάθε πολίτη, με αποτέλεσμα τη μελλοντική γένεση ενός επιπρόσθετου επικουρικού εισοδήματος το οποίο θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως δεύτερη σύνταξη.

Η FEFSI με σειρά προτάσεων προκρίνει ένα σύστημα επικουρικής ασφάλισης το οποίο θα βασίζεται σε "σχήμα" οργανισμού συλλογικών επενδύσεων και θα παρουσιάζει, μεταξύ άλλων, τα παρακάτω χαρακτηριστικά:

- Οι καταβολές στους συνταξιούχους θα διενεργούνται με βάση τις δικές τους εισφορές.
- Η σύνθεση του ενεργητικού του φορέα θα βασίζεται στη αρχή κατανομής κινδύνων και θα είναι ανεξάρτητη από την πορεία της οικονομίας κάθε κράτους.
- Ο ασφαλισμένος θα έχει τη δυνατότητα επιλογής παραπάνω του ενός οργανισμού, με διαφορετικό επενδυτικό ορίζοντα, όπως επίσης και πρόσβαση σε πληροφοριακό υλικό το οποίο θα του επιτρέπει τον σχηματισμό πλήρους γνώμης σχετικά με τη λειτουργία του σχήματος.
- Το σχήμα θα βασίζεται στο σύστημα προκαθορισμένων εισφορών και τα οφέλη θα είναι αντίστοιχα με τις αποδόσεις των επενδυμένων κεφαλαίων του οργανισμού.

Όπως χαρακτηριστικά επισημαίνει η FEFSI τα σχήματα αυτά δεν θα τείνουν να αντικαταστήσουν τα υπάρχοντα εθνικά συστήματα ασφάλισης αλλά θα λειτουργήσουν επικουρικά ως μέσο πρόσθετης ασφάλισης.

Στη χώρα μας ήδη η σύνδεση των Ο.Σ.Ε.Κ.Α. με το σύστημα ασφάλισης έχει ξεκινήσει με τη διαμόρφωση του απαραίτητου πλαισίου το οποίο επιτρέπει την τοποθέτηση του 23% των αποθεματικών των ασφαλιστικών οργανισμών στο Χ.Α.Α. χωρίς προηγούμενη έγκριση της Τραπέζας Ελλάδος. Βάσει αυτών του νέων ρυθμίσεων που απορρέουν από τα σχετικά νομοσχέδια οι ασφαλιστικοί οργανισμοί θα μπορούν να διαχειρίζονται τα χαρτοφυλάκιά τους στο Χ.Α.Α. είτε (α) προσλαμβάνοντας εξειδικευμένους διαχειριστές, είτε (β) δημιουργώντας ειδικά αμοιβαία κεφάλαια τη διαχείριση των οποίων θα αναθέτουν σε Α.Ε.Δ.Α.Κ., (γ) είτε συγκροτώντας δικές τους εταιρείες διαχείρισης (για παράδειγμα το Ι.Κ.Α. το οποίο συγκρότησε το Μικτό Αμοιβαίο Κεφάλαιο το οποίο ανατέθηκε προς διαχείριση στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. Ασφαλιστικών Οργανισμών) . Στη πρώτη και στη δεύτερη περίπτωση μπορεί να γίνει κατανομή των αποθεματικών κεφαλαίων στα "κατάλληλα" υπάρχοντα Α/Κ εξασφαλίζοντας την απαραίτητη διασπορά κινδύνου που κάθε Ταμείο αναλαμβάνει σε σχέση με τις δικές του ταμειακές και γενικότερα επενδυτικές ανάγκες. Αντιθέτως στη τρίτη περίπτωση η διαχείριση μπορεί να προσαρμοστεί στις ειδικές ανάγκες των Ταμείων με συγκεκριμένες επενδυτικές διαδικασίες περιορισμούς και στόχους.

Οι αλλαγές αυτές στις επιλογές διαχείρισης των αποθεματικών κεφαλαίων των Ταμείων αναμένεται (και βάσει πάντα της διεθνούς εμπειρίας) να αποτελέσουν σημαντικό "κεφάλαιο" για την μελλοντική πορεία των Ελληνικών Α.Ε.Δ.Α.Κ. Συγκεκριμένα, στο βαθμό που οι τελευταίες καταφέρουν να προσελκύσουν ένα μέρος των αποθεματικών των ασφαλιστικών οργανισμών (που σημειωτέον διαχειρίζονται πολύ μεγάλα κεφάλαια), θα ενδυναμώσουν σημαντικά την επενδυτική τους βάση, θα αυξήσουν το μερίδιο της αγοράς που κατέχουν και ως αποτέλεσμα θα ευνοηθούν ως προς την απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος στο περιβάλλον που διαφαίνεται να δημιουργείται μέσα από τη διεθνοποίηση και την εν γένει απελευθέρωση των αγορών. Σημαντικό επιχείρημα προς την κατεύθυνση αυτή αποτελεί και το γεγονός ότι οι Α.Ε.Δ.Α.Κ., και βάσει των νέων οδηγιών, θα μπορούν να παρέχουν στους οργανισμούς αυτούς απ' ευθείας διαχείριση (και όχι μόνο μέσω Α/Κ) με αποτέλεσμα να "υπόσχονται" αποτελεσματικότερες και καλύτερες προσαρμοσμένες στους "ατομικούς" κινδύνους του κάθε ταμείου επενδύσεις και αποδόσεις και συνεπώς να καθίστανται ιδιαίτερα ελκυστικές.

Βάσει λοιπόν των ρυθμιστικών αλλαγών στο ρόλο και στη λειτουργία των Ο.Σ.Ε.Κ.Α., οι Ελληνικές Α.Ε.Δ.Α.Κ. και τα αμοιβαία που διαθέτουν αναμένεται να παίξουν διττό ρόλο ως εργαλείο διευκόλυνσης και εναλλακτικής μορφής επένδυσης-αποταμίευσης όσον αφορά τη παροχή επιπρόσθετων λύσεων στο ασφαλιστικό πρόβλημα. Πρώτον, λόγω της άμεσης πρόσβασης των ίδιων των ιδιωτών που θα οδηγηθούν σε αυτά μέσω της προσπάθειας εξεύρεσης καλύτερων αποδόσεων που θα αποσκοπεί στη δημιουργία μίας επιπρόσθετης "σύνταξης", και δεύτερον, μέσα από τα ίδια τα ασφαλιστικά ταμεία τα

οπία με τις νέες ρυθμίσεις προσεγγίζουν την αγορά των Α/Κ για καλύτερη και αποτελεσματικότερη διαχείριση των αποθεματικών τους κεφαλαίων. Και τα δύο αυτά στοιχεία αποτελούν ευκαιρία για τα Α/Κ στην προσπάθειά τους να ενδυναμώσουν τη θέση τους στο ολοένα αυξανόμενο ανταγωνιστικό περιβάλλον που περικλείει το κλάδο.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- (1) Σπήλιος Μούζουλας (2000, 2^η έκδοση), ΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΣΥΛΛΟΓΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.
- (2) Νικόλαος Φίλιππας (1999), ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ, Globus Invest, Αθήνα.
- (3) Οδηγία 85/611/Ε.Ο.Κ.
- (4) Οδηγίες 2001/107/Ε.Κ. και 2001/108/Ε.Κ.
- (5) FEFSI, OVERVIEW OF KEY DEVELOPMENTS IN THE EUROPEAN FUND INDUSTRY, Report Year-End 1999.
- (6) FEFSI, OVERVIEW OF KEY DEVELOPMENTS IN THE EUROPEAN FUND INDUSTRY, Report Year-End 2000.
- (7) FEFSI, Quarterly Statistical Release, διάφορα τεύχη.
- (8) Γεώργιος Καραθανάσης και Γεώργιος Ψωμαδάκης (1992), ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ, Εκδόσεις Σμπιλιας "Το Οικονομικό", Αθήνα.
- (9) Δελτία Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών

Χρησιμοποιήθηκε επίσης υλικό από τις παρακάτω δικτυακές διευθύνσεις

- FEFSI (www.fefsi.org)
- Ένωση Θεσμικών Επενδυτών (www.agii.gr)
- Ευρωπαϊκή Κοινότητα (www.europa.int)
- Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (www.ase.gr)