



EUROPSKA
KOMISIJA

Bruxelles, 4.9.2013.
SWD(2013) 316 final

RADNI DOKUMENT SLUŽBI KOMISIJE

SAŽETAK PROCJENE UČINKA

Priložen dokumentu

Prijedlog uredbe Europskog parlamenta i Vijeća o novčanim fondovima

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

1. UVOD

Novčani fondovi važan su izvor kratkoročnog financiranja financijskih institucija, poduzeća i države u Europi. Novčani fondovi drže oko 22 % kratkoročnih dužničkih vrijednosnih papira europskog državnog i korporativnog sektora. Oni drže i 38 % kratkoročnih dužničkih instrumenata bankarskog sektora u EU-u¹. Na strani potražnje, novčani fondovi čine kratkoročni instrument upravljanja gotovinom koji nudi visoku razinu likvidnosti i diversifikacije, stabilnu vrijednost te tržišno utemeljeni prinos. Novčane fondove uglavnom koriste poduzeća koja žele kratkoročno uložiti višak gotovine, primjerice do dospijeca većeg izdatka (isplata plaća i sl.). Stoga su novčani fondovi više od bilo kojeg drugog investicijskog fonda ključna poveznica između ponude i potražnje kratkoročnog novca.

Novčani fondovi upravljaju imovinom od oko 1 000 milijardi eura, čime se razlikuju od svih ostalih uzajamnih fondova. Većina novčanih fondova, tj. 80 % prema kriteriju imovine i 60 % prema kriteriju broja fondova, posluje u skladu s pravilima iz Direktive o subjektima za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS). Prosječna veličina novčanog fonda znatno premašuje prosječnu veličinu fonda UCITS-a. Primjerice, pojedinačni novčani fond može dosegnuti veličinu od 50 milijardi EUR.

Sistemske implikacije novčanih fondova, njihova povezanost s izdavateljima i njihovim bankama pokroviteljima bili su u središtu međunarodnih aktivnosti u vezi s usporednim bankarskim sustavom. Odbor za financijsku stabilnost (FSB) i druge institucije, npr. Međunarodna organizacija komisija za vrijednosne papire (IOSCO) i Europski odbor za sistemske rizike (ESRB) ispitali su novčane fondove i njihove sistemske implikacije. Novčani fondovi, a posebno oni koji održavaju stabilnu cijenu dionica, izdvojeni su zbog sličnosti s depozitima.

2. ODREĐENJE PROBLEMA

Novčani fondovi praktični su za ulagatelje jer imaju slična obilježja kao bankovni depoziti – trenutni pristup likvidnosti i stabilnu vrijednost. Ulagatelji novčane fondove smatraju sigurnom i raznovrsnijom alternativom bankovnim depozitima. Međutim, novčani se fondovi zapravo ne razlikuju od klasičnih investicijskih fondova i uključuju sve rizike povezane s ulaganjima. Prema tome, kada cijene imovine u koju ulažu novčani fondovi počnu padati, posebice kod tržišnih stresova, novčani fond ne može uvijek ispuniti svoje obećanje i omogućiti trenutnu isplatu uz očuvanje vrijednosti udjela ili dionice koje je izdao ulagatelju. Neki fondovi uspijevaju spriječiti pad vrijednosti dionica zahvaljujući potpori pokrovitelja, dok drugi nemaju dovoljno kapitala za to. Nedostatak se sastoji u tome što ulagatelji čim naslute da novčani fond neće moći ispuniti svoje obećanje likvidnosti i stabilnih isplata podnose zahtjev za isplatu, što ponekad može prerasti u tzv. „bijeg” ulagatelja (eng. *run*).

Značajke bijega ulagatelja su veliki i neočekivani zahtjevi za isplatu velikog broja ulagatelja koji žele izbjeći gubitke i ostvariti najvišu moguću cijenu pri isplati. Bijeg ulagatelja ima sistemske implikacije jer prisiljava novčane fondove da brzo prodaju

¹ U Francuskoj novčani fondovi drže 45 % potvrda o depozitu banaka i 35 % potvrda nefinancijskih poduzeća.

imovinu kako bi ispunili podnesene zahtjeve za isplatu. Val isplata ubrzava pad neto vrijednosti imovine fonda (eng. *Net Asset Value*, NAV), čime se pad NAV-a dodatno pogoršava i povećava strah da je cijelo tržište novca nestabilno.

Problemi povezani s bijegom ulagatelja imaju sistemski karakter zbog (1) uske povezanosti novčanih fondova s realnim gospodarstvom, (2) povezanosti s pokroviteljima. Bjegovi iz novčanih fondova povezani su i s pitanjem zaštite ulagatelja jer su oni koji kasnije podnesu zahtjev za isplatu u nepovoljnijem položaju u odnosu na primatelje prvih isplata.

Tržište novčanih fondova koncentrirano je u nekoliko država članica, pri čemu FR, IE i LU čine više od 95 % tržišta prema kriteriju imovine pod upravljanjem. Međutim, tržište je ipak u velikoj mjeri povezano s drugim zemljama zbog visokog udjela prekograničnih ulaganja i ulagatelja te mogućnosti prekogranične zaraze između novčanog fonda i pokrovitelja koji ima domicil u drugoj zemlji.

Prenošenje zaraze na realno gospodarstvo

Za vrijeme financijske krize likvidnost novčanih fondova nije bila dovoljna za ispunjenje svih zahtjeva za isplatu. Stoga su neki fondovi obustavili isplatu ili koristili druga ograničenja. Ako se ulagateljima uskrate kratkoročna ulaganja u novčani fond, to se može odraziti na izdavatelje koji ovise o kratkoročnom financiranju putem novčanog fonda. Budući da novčani fond ima ključnu ulogu u kratkoročnom financiranju subjekata kao što su banke, poduzeća i država, bijeg ulagatelja iz novčanih fondova može imati dalekosežnije makroekonomske posljedice. Banke su najveći izdavatelji novčanih fondova (85 % od 1 000 milijardi EUR), udio države iznosi oko 10 %, dok je udio poduzeća otprilike 5 %. Država i najveća poduzeća tržište novca koriste kao izvor kratkoročnog financiranja usporedno s bankovnim linijama. Stoga bi zaraza na tržištu kratkoročnog financiranja mogla izazvati znatne izravne probleme u financiranju „realnog gospodarstva”.

Prenošenje zaraze na pokrovitelje

Novčani fondovi, posebice oni koji obećavaju isplatu po stabilnim cijenama, tradicionalno se oslanjaju na kapital diskrecijskog pokrovitelja kako bi mogli održati svoj NAV u razdobljima pada vrijednosti imovine. Pokrovitelji novčanih fondova mogu pružiti potporu fondu kako bi nadoknadili smanjenje NAV-a svog fonda. Pokrovitelji su često prisiljeni poduprijeti novčani fond iz straha da bi pad NAV-a uslijed reputacijskog rizika mogao izazvati paniku i proširiti se na njihova druga područja poslovanja. Za banke pokrovitelje rizik je još i veći jer se panika može proširiti na male ulagatelje te banka može imati problema s podmirivanjem svojih obveza.

Tijekom financijske krize zapaženo je nekoliko primjera pokroviteljske potpore.

Pokrovitelji uglavnom nisu spremni na takve situacije jer se „implicitno” jamstvo ne bilježi kao izričito jamstvo. Ne postoje pričuve kapitala za slučaj pokroviteljske potpore. Stoga, ovisno o veličini fonda i jačini pritiska isplata, pokroviteljska potpora može doseći razmjere koji premašuju raspoložive pričuve pokrovitelja. Najveći pružatelji usluga novčanih fondova upravljaju imovinom većom od 250 milijardi EUR diljem svijeta, dok raspoloživi iznos gotovine u njihovim bilancama iznosi tek nekoliko stotina milijuna.

Nepravedno postupanje s ulagateljima

Prilikom bijega ulagatelja svaki zahtjev za isplatu dovodi do smanjenja cijene fonda jer je fond obvezan prodavati imovinu uz povećane troškove likvidnosti. Tako nastaje prednost za one najbrže, dok oni koji se kasnije odluče na isplatu (uglavnom privatni ulagatelji) moraju snositi troškove povezane s prvim isplatama, što znači da se novac primatelja kasnih isplata prelijeva primateljima onih ranijih. Trošak isplate može biti velik nedostatak za primatelje kasnih isplata jer razlika u vrijednosti prije i nakon isplate može biti znatna.

Posljedice

Budući da tržište novca i pokrovitelji imaju sistemski značaj, država je ponekad prisiljena intervenirati u slučajevima kada se tržište novca suočava s krizom. Američke su vlasti uspostavile program jamstava za sav novac uložen u novčane fondove. Tijela javne vlasti u Europi također su bila prisiljena intervenirati kako bi zaustavila širenje zaraze: Njemačka je donijela zakon kako bi stabilizirala tržište, a Luksemburg je objavio da će poduzeti sve potrebne mjere kako bi stabilizirao nacionalne novčane fondove. Neujednačenim reakcijama različitih europskih tijela nije se povećala stabilnost europskog tržišta u cjelini jer su time ulagatelji potaknuti da premjeste svoj novac u novčane fondove koji uživaju takva jamstva.

Likvidacija novčanog fonda ulagatelju može izazvati ozbiljne probleme jer se isplate ponekad mogu obustaviti na vrlo dugi rok, a i točan iznos isplate ostaje jednako tako dugo neizvjestan. Korporativni korisnici koji ulažu gotovinu u novčani fond u slučaju obustave isplata ne mogu podmiriti svoje operativne izdatke (npr. isplata plaća).

3. ANALIZA SUPSIDIJARNOSTI

Nacionalni regulatorni pristupi ograničeni su po prirodi stvari na pojedinu državu članicu. Reguliranje profila proizvoda i likvidnosti novčanog fonda na nacionalnoj razini povlači za sobom opasnost da se i razni drugi proizvodi počnu prodavati kao novčani fondovi. To bi zbunilo ulagatelje i otežalo osiguravanje ravnopravne tržišne utakmice u Uniji za one koji nude novčane fondove profesionalnim i privatnim ulagateljima. Isto tako, primjenom različitih nacionalnih pristupa u odnosu na bitne značajke novčanih fondova povećala bi se opasnost od prekogranične zaraze, osobito ako se izdavatelji i novčani fond nalaze u različitim državama članicama.

Osim toga, budući da mnogi subjekti koji nude novčane fondove u Europi imaju domicil u državama članicama različitima od onih u kojima se fondovi prodaju, nužno je stvoriti čvrst okvir kako bi se izbjegla prekogranična zaraza između novčanog fonda i pokrovitelja. To je posebno izraženo kada se pokrovitelj nalazi u državi članici koja nema potrebna proračunska sredstva za pomoć pokrovitelju koji ne može podmiriti svoje obveze. Budući da novčani fondovi uglavnom imaju domicil u dvije države članice EU-a (IE i LUX), a da ni jedna banka pokrovitelj nema domicil u te dvije države članice, posebno je naglašena prekogranična dimenzija pokroviteljske potpore.

Stoga je potrebno djelovati na europskoj razini.

4. CILJEVI

Opći su ciljevi sljedeći:

- (1) povećanje financijske stabilnosti na unutarnjem tržištu;
- (2) poboljšanje zaštite ulagatelja novčanih fondova.

Kako bi se postigli ti opći ciljevi, potrebno je ostvariti sljedeće konkretnije ciljeve:

- (1) sprečavanje zaraze realnog gospodarstva;
- (2) sprečavanje zaraze pokrovitelja;
- (3) poboljšanje položaja primatelja kasnih isplata, posebice u slučaju isplata u uvjetima stresa na financijskim tržištima.

Kako bi se ostvarili spomenuti konkretni ciljevi, potrebno je postići sljedeći operativni cilj:

- (1) osiguranje potrebne razine likvidnosti fonda kako bi mogao ispuniti zahtjeve za isplatu ulagatelja;
- (2) restrukturiranje fonda tako da se obećanje stabilnosti može ispuniti i u slučaju nepovoljnih uvjeta na tržištu.

5. MOGUĆNOSTI POLITIKA

Kako bi se ispunio prvi operativni cilj (osiguravanje potrebne razine likvidnosti novčanog fonda), Komisijine su službe ispitale razne mogućnosti, uključujući sljedeće aspekte: tri različita mehanizma izlaznih naknada ili ograničenja, jedna mogućnost za zaštitni sloj za likvidnost, jedna mogućnost za kvalitetu imovine i diversifikaciju i mogućnosti za „profiliranje klijenata” novčanog fonda.

Kako bi se ispunio drugi operativni cilj (povećanje otpornosti novčanih fondova na nepovoljne tržišne uvjete), Komisijine su službe analizirale razne mogućnosti u odnosu na sljedeće aspekte: jedna mogućnost za transparentnost, dvije mogućnosti za vrednovanje s promjenjivim NAV-om, dvije mogućnosti s propisanim zaštitnim slojem NAV-a, jedna mogućnost za status banke, jedna mogućnost u kojoj se promjenjivi NAV kombinira sa zaštitnim slojem NAV-a te jedna mogućnost za rejting.

6. PROCJENA UČINAKA ODABRANIH MOGUĆNOSTI

Operativni cilj 1.: odabrane su mogućnosti usmjerene na povećanje likvidnosti i dobro poznavanje klijenata

Što se tiče osiguravanja dostatne likvidnosti fonda za ispunjenje zahtjeva za isplatu ulagatelja, najviše su ocijenjene mogućnosti za povećanje likvidnosti imovine u portfelju te provedba strategije „upoznaj svojeg klijenta”. S druge strane, primjenom triju mogućnosti kojima se predviđa uvođenje izlaznih naknada i ograničenja isplata znatno bi se smanjila privlačnost novčanih fondova za ulagatelje. Rezultati provedenog savjetovanja pokazuju da bi se prihvaćanjem tih mogućnosti mogla smanjiti ukupna

imovina pod upravljanjem novčanih fondova, čime bi realno gospodarstvo izgubilo važan izvor kratkoročnog financiranja. Osim toga, mogućnosti kojima se ograničuju mogućnosti isplate povlače za sobom pitanje mogućeg protucikličkog učinka, čime se sistemski rizik ne bi smanjio već povećao.

Povećanjem likvidnosti portfelja, vodeći računa da se osigura dostatna diversifikacija portfelja a da se ne ulaže u nekvalitetnu imovinu, bolje se ostvaruje cilj poboljšanja sposobnosti novčanih fondova da ispune zahtjeve za isplatu. Time se osigurava bolji pristup likvidnosti za ulagatelje i smanjuje njihov rizik te istodobno povećava sposobnost fonda da odgovori na velike zahtjeve za isplatu. Čini se da su troškovi povezani s tim mogućnostima relativno niski zbog toga što većina novčanih fondova već ima interna pravila sa sličnim usmjerenjem. I posljedice za tržište kratkoročnih dužničkih financijskih instrumenata čine se savladivima jer se samo mali dio imovine ulaže na dugom kraju kratkoročne krivulje prinosa. Politikom predviđanja velikih zahtjeva za isplatu samom po sebi ne može se spriječiti masovni bijeg, ali to je ipak koristan instrument upravljanja priljevima i odljevima, a može se provesti bez velikog troška.

Operativni cilj 2.: odabrane su mogućnosti usmjerene na povećanje transparentnosti, osiguranje stabilnih vrednovanja i ograničenje korištenja rejtinga

Općenito, primjenom svih ispitanih mogućnosti u manjoj bi se ili većoj mjeri povećala financijska stabilnost, ali ni jednom se od tih mogućnosti rezultati ne bi postigli bez negativnih učinaka. Odabranim bi se mogućnostima postigla najbolja ravnoteža između financijske stabilnosti i troškova.

Reformom metodologije vrednovanja trebalo bi napokon postati jasno da su novčani fondovi obični uzajamni fondovi podložni promjenama cijene. Zahvaljujući primjeni metode amortiziranog troška i zaokruživanja fondovi mogu održavati stabilne cijene. Obveznim vrednovanjem po tržišnoj vrijednosti ulagateljima će se jasno ukazati na to da oni snose rizik ulaganja, a ne pokrovitelj fonda. Time će pokrovitelji biti manje motivirani – ili uopće neće biti motivirani – pružiti potporu fondu te se smanjuje mogućnost prenošenja zaraze na pokrovitelje, tj. na bankarski sustav. Stoga je promjenjivi NAV najviše ocijenjena mogućnost s obzirom na stabilizaciju sektora novčanih fondova i ograničenje opasnosti zaraze bankarskog sektora. Ipak, ne može se isključiti mogućnost da neki ulagatelji neće htjeti ulagati u novčane fondove podložne fluktuacijama, što bi moglo dovesti do smanjenja sektora novčanih fondova. Čini se da je utjecaj na upravitelje ipak manji.

Budući da nije sigurno da će se svi ulagatelji novčanih fondova prilagoditi promjenjivoj strukturi NAV-a, pružatelji usluga novčanih fondova imat će mogućnost zadržati fond sa stabilnim NAV-om. Međutim, novčani fond sa stabilnim NAV-om trebao bi imati odgovarajući zaštitni sloj NAV-a koji bi financirao upravitelj. Upravitelj stabilnog novčanog fonda koji se odluči za kombinaciju promjenjivog NAV-a sa zaštitnim slojem NAV-a morat će financirati zaštitni sloj barem na razini 3 % imovine pod upravljanjem novčanog fonda. U promatranim slučajevima potpore pokrovitelja u vrijeme krize (123 primjera u novčanim fondovima u SAD-u) potpora je samo u tri slučaja bila viša od 3 %. Kada se Reserve Primary Fund 2008. našao u poteškoćama i nije mogao podmirivati svoje obveze, izgubio je 3 % uslijed 1,5 %-tne izloženosti imovini Lehmana. Zaštitnim se slojem ne pruža potpuno jamstvo imateljima novčanih fondova s nepromjenjivim NAV-om, ali tom se razinom zaštite postiže ravnoteža između potrebe za čvrstim i sigurnim modelom nepromjenjivog NAV-a i financijske sposobnosti upravitelja.

Prednost mogućnosti s promjenjivim NAV-om jest učinkovito i jednostavno rješavanje problema sistemskih rizika, dok se mogućnošću kombiniranja tih dvaju sustava uzima u obzir činjenica da bi propisivanjem obveze korištenja promjenjivog NAV-a za sve novčane fondove moglo doći do poremećaja u financiranju europskog gospodarstva u cjelini.

Iako se stabilni NAV s odgovarajućim zaštitnim slojevima čini nešto lošijom mogućnošću od promjenjivog NAV-a, u kriznim je uvjetima preporučljivo kombinirati te dvije mogućnosti kako se općom politikom promjenjivog NAV-a ne bi nepotrebno poremetilo kratkoročno financiranje europskog gospodarstva u cjelini.

Transparentnim odabirom metode upravitelji će morati postati transparentniji prema ulagateljima. Problem masovnog bijega nakon smanjenja kreditnog rejtinga može se riješiti samo ograničenjem korištenja kreditnih rejtinga, barem na razini fonda.

Utjecaj na treće zemlje

Usporedni bankarski sustav predmet je aktivnosti na međunarodnoj razini. Preporuke IOSCO-a u pogledu novčanih fondova te potvrdu tih preporuka od strane FSB-a potrebno je provesti u svim članicama skupine G20. Posebno je važno osigurati jedinstvenu provedbu predviđenih reformi u pogledu likvidnosti i stabilnosti novčanih fondova kako bi se izbjegla regulatorna arbitraža i širenje zaraze na druge zemlje. Prema tome, odabrane mogućnosti u ovoj procjeni učinka odražavaju preporuke IOSCO-a i FSB-a.

Posebnu pozornost treba posvetiti SAD-u kao najvećem tržištu novčanih fondova u svijetu. Tržišta novčanih fondova u Europi i SAD-u povezana su. Novčani fondovi sa sjedištem u SAD-u važni su ulagatelji u instrumente tržišta novca izdane u Europi. Isto tako, novčani fondovi u EU-u važni su ulagatelji u instrumente tržišta novca izdane u SAD-u. Prema tome, novčani fondovi s obje strane Atlantika važan su izvor financiranja ne samo za korporativne izdavatelje i banke na vlastitom kontinentu već i za one na drugom kontinentu. Američke vlasti također sudjeluju u procesu reforme novčanih fondova. Uspostavljen je intenzivan dijalog sa SAD-om radi usklađivanja kasnijih faza donošenja pravila.

7. PRAĆENJE I OCJENJIVANJE

Komisija daje prednost *ex post* ocjenjivanju svih novih zakonodavnih mjera. Predviđena će se uredba također u cijelosti ocijeniti kako bi se, između ostaloga, procijenila njezina učinkovitost i djelotvornost u odnosu na postizanje ciljeva navedenih u ovom izvješću i odlučilo jesu li potrebne nove mjere ili izmjene.

Pri ocjenjivanju će se koristiti podaci iz raznih izvora. Oni će se koristiti za praćenje razine likvidnosti, vrsta imovine, izdavatelja i ulagatelja novčanih fondova. Na temelju tih pokazatelja moći će se donijeti zaključci o učincima reforme na financijsku stabilnost.