



EURÓPAI
BIZOTTSÁG

Brüsszel, 2013.9.4.
SWD(2013) 316 final

BIZOTTSÁGI SZOLGÁLATI MUNKADOKUMENTUM

A HATÁSVIZSGÁLAT ÖSSZEFOGLALÁSA

amely a következő dokumentumot kíséri

Javaslat

**Az Európai Parlament és a Tanács rendelete
a pénzügyi alapokról**

{COM(2013) 615 final}

{SWD(2013) 315 final}

1. BEVEZETÉS

Európában a pénzpiaci alapok a pénzügyintézetek, a vállalatok és a kormányok számára a rövidtávú finanszírozás fontos forrását jelentik. Az európai kormányok vagy a vállalati szektor által kibocsátott rövid lejáratú, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok mintegy 22 %-a pénzpiaci alapoknál van. A pénzpiaci alapok az uniós bankszektor által kibocsátott rövid lejáratú hitelpapírok 38 %-át birtokolják¹. A keresleti oldalt tekintve a pénzpiaci alapok olyan rövid távú készpénzkezelési eszközt jelentenek, amely magas fokú likviditást, diverzifikálást, értékstabilitást és piacialapú hozamot biztosít. A pénzpiaci alapokat többnyire azok a vállalatok használják, amelyek rövid távra kívánják befektetni készpénztöbbletüket, például addig, amíg nagyobb kiadás – például a bérek kifizetése – válik esedékessé. A pénzpiaci alapok ezért minden más befektetési alaphoz képest fontosabb kapcsolatot jelentenek a rövid távú pénzkereslet és -kínálat között.

Az általuk kezelt eszközök körülbelül 1 000 milliárd EUR-t tesznek ki, így a pénzpiaci alapok az alapok minden más befektetési alaptól különböző kategóriáját képviselik. A pénzpiaci alapok többsége – az eszközök tekintetében 80 %-a, az alapok számának tekintetében pedig 60 %-a – az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokról (ÁÉKBV) szóló irányelv alapján működik. A pénzpiaci alapok átlagos mérete jócskán meghaladja az ÁÉKBV alapok átlagos méretét. Egy-egy pénzpiaci alap akár az 50 milliárd EUR nagyságot is elérheti.

A pénzpiaci alapok rendszerszintű kihatásai, valamint a kibocsátókkal és banki szponzorokkal való összekapcsoltságuk állt az árnyékbankrendszerrel kapcsolatos nemzetközi munka középpontjában. A Pénzügyi Stabilitási Tanács (FSB) és egyéb intézmények, köztük az Értékpapír-felügyelet Nemzetközi Szervezete (IOSCO) és az Európai Rendszerekockázati Testület (ERKT) elemezték a pénzpiaci alapokat és azok rendszerszintű kihatásait. Betétszerű jellemzőik miatt az elemzések különösen azokra az alapokra irányultak, amelyek stabil részvényárfolyamot tartanak fenn.

2. PROBLÉMA MEGHATÁROZÁS

A pénzpiaci alapok kényelmes eszközt jelentenek a befektetők számára, mert a bankbetétekhez hasonló jellemzőket kínálnak: azonnali hozzáférést a likviditáshoz és értékstabilitást. A befektetők a pénzpiaci alapokat a bankbetétek biztonságos és jobban diverzifikált alternatíváinak tekintik. Valójában azonban a pénzpiaci alapok klasszikus befektetési alapok, amelyek más befektetési alapokhoz hasonló kockázatokat hordoznak magukban. Így amikor csökkenni kezd azoknak az eszközöknek az ára, amelyekbe a pénzpiaci alapok befektettek – különösen feszült piaci helyzetben –, a pénzpiaci alapok nem mindig képesek betartani a befektetők számára kibocsátott befektetési jegyek vagy részvények értékének megőrzésére és azonnali visszaváltására vonatkozó ígéretüket. Egyes alapok képesek szponzori támogatás biztosítása által „megtámogatni” a befektetési jegyek értékét, mások azonban nem feltétlenül rendelkeznek az ehhez elegendő tőkével. Ennek hátulütője, hogy a befektetők, amint észlelik annak kockázatát, hogy a pénzpiaci alap esetleg nem lesz képes beváltani a likviditásra és a mindenkori stabil visszaváltásra vonatkozó ígéretét, visszaváltják befektetési jegyeiket, ami „befektetői pánikot” okozhat.

¹ Franciaországban a pénzpiaci alapoknál van a bankok által kibocsátott letéti jegyek 45 %-a, valamint a nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott letéti jegyek 35 %-a.

A befektetői pánik jellegzetessége a tömegesen és hirtelen érkező visszaváltási kérelmek a befektetők nagy csoportjától, akik el akarják kerülni a veszteségeket, és a lehető legmagasabb áron akarják visszaváltani eszközeiket. A befektetői pánik rendszerszintű jelentőséggel bír, mivel arra kényszeríti a pénzpiaci alapokat, hogy a fennálló visszaváltási kérelmek teljesítése érdekében gyorsan értékesítsék eszközeiket. A visszaváltási spirál felgyorsítja az alap nettó eszközértékének csökkenését, és fokozza a pénzpiac egészének instabilitásával kapcsolatos félelmet.

A befektetői pánikkal összefüggő problémák rendszerszintű jellegűek. Ennek oka egyrészt a pénzpiaci alapok szoros kapcsolata a reálgazdasággal, másrészt a pénzpiaci alapok szponzorokhoz fűződő kapcsolata. Ezenkívül a pénzpiaci alapokat érintő pánikszerű roham befektetővédelmi vetülettel is rendelkezik, hiszen a visszaváltási igényüket későn jelzők eleve hátrányban vannak a korai visszaváltókhoz képest.

A pénzpiaci alapok piaca néhány tagállamra összpontosul: a kezelt eszközök tekintetében FR, IE és LU képviseli a piac több mint 95 %-át. A piac ugyanakkor más országokhoz is szorosan kapcsolódik a befektetések és a befektetői tevékenység nagy részének határokon átnyúló jellege, valamint a pénzpiaci alapok és a más országokban működő szponzoruk közötti „fertőzésveszély” miatt.

A reálgazdaság fertőzése

A válság során a pénzpiaci alapok likviditása nem volt elegendő minden visszaváltási kérelem teljesítéséhez. Ennek következtében egyes alapok felfüggesztették a visszaváltást, vagy egyéb korlátozásokat vezettek be. A befektetők rövid lejáratú pénzpiaci befektetésektől való megfosztása visszas hatást gyakorolhat azokra a kibocsátókra, akik a pénzpiaci alapok által biztosított rövid lejáratú eszközöktől függenek. Mivel a pénzpiaci alapok központi szerepet játszanak a bankok, vállalkozások, kormányok és egyéb hasonló gazdasági szereplők rövid távú finanszírozásában, a pénzpiaci alapokat érintő befektetői pánik messzemenő makrogazdasági következményekkel járhat. Míg a pénzpiaci alapok portfóliójában lévő 1 000 milliárd EUR oroszlánrésze (85 %) a bankoktól származik, a kormányok mintegy 10 %-os részt, a vállalatok pedig körülbelül 5 %-ot képviselnek. A kormányok és az igazán nagy vállalatok arra használják a pénzpiacot, hogy – a banki hitelekkel párhuzamosan – rövid távú finanszírozáshoz jussanak. A rövid távú finanszírozási piac bármilyen fertőzése tehát a reálgazdaság finanszírozása szempontjából is közvetlen és súlyos veszélyt jelenthet.

A szponzorok fertőzése

A pénzpiaci alapok, különösen amelyek stabil áron történő visszaváltást ígérnek, hagyományosan a szponzorok által, szabad mérlegelésük alapján biztosított tőkére támaszkodva tartották fenn nettó eszközértéküket az eszközértékek csökkenésének idején. A pénzpiaci alapok szponzorai dönthetnek úgy, hogy támogatással kompenzálják alapjuk nettó eszközértékének csökkenését. A szponzorok gyakran attól való félelmükben kényszerülnek az általuk szponzorált pénzpiaci alapok támogatására, hogy alapjuk csökkenő nettó eszközértéke – a tekintélyvesztés kockázata miatt – pánikot kelthet, amely a szponzor más tevékenységeire is áttérjedhet. A banki szponzorok számára még súlyosabb a kockázat, mivel a pánik a bank lakossági ügyfélkörére is áttérjedhet, aminek nyomán a bank fizetéseképtelenné válhat.

A válság folyamán több esetben került sor szponzori támogatásra.

A szponzorok meglehetősen felkészületlenek az effajta helyzetek kezelésére, mivel az implicit biztosíték nem jelenik meg explicit biztosítékként. A szponzorok nem képeznek céltartalékokat a szponzori támogatás fedezésére. Így az alap nagyságától és a visszaváltás iránti nyomás mértékétől függően a szponzori támogatás olyan méretet ölthet, amely meghaladja a szponzor azonnal rendelkezésre álló tartalékait. A legnagyobb pénzüpiacialap-szolgáltatók világszerte évente több mint 250 milliárd EUR értékű pénzüpiacialap-eszközt kezelnek, ugyanakkor egyes országokban a mérlegükben rendelkezésre álló készpénz csupán néhány száz milliót tesz ki.

Tisztességtelen bánásmód a befektetőkkel szemben

A befektetői pánik során minden egyes visszaváltás csökkenti az alap értékét, mivel az alapnak növekvő likviditási költséggel kell eladnia az eszközöket. Ez lépéselőnyhöz juttatja az elsőként cselekvőket, míg a korai visszaváltásokhoz kapcsolódó költségeket a később visszaváltók (gyakran a lakossági befektetők) kénytelenek viselni. Megfigyelhető tehát a kései visszaváltóktól a korai visszaváltók felé irányuló pénzmozgás. A visszaváltás költsége súlyos hátrányt jelenthet a kései visszaváltók számára a visszaváltás előtti és utáni helyzet jelentős különbségei miatt.

Következmények

Mivel a pénzüpiaci és a szponzorok rendszerszintű jelentőségük, pénzüpiaci válság esetén beavatkozásra lehet kényszeríteni a kormányokat. Az Egyesült Államok hatóságai tervet dolgoztak ki a pénzüpiaci alapokba befektetett összes pénzre vonatkozó garanciáról. Az európai állami hatóságok részéről szintén beavatkozásra volt szükség a fertőzés megfékezése érdekében. Németország a piaci stabilizációt célzó törvényt fogadott el, Luxemburg pedig bejelentette, hogy minden szükséges lépést megtesz a nemzeti pénzüpiaci alapok stabilizálása érdekében. Az európai szereplők eltérő reakciói nem segítettek elő, hogy javuljon az európai piac egészének stabilitása, ehelyett azt idézték elő, hogy a befektetők a garanciát élvező pénzüpiaci alapokba helyezték át pénzüket.

A pénzüpiaci alap megszűnésének következményei rendkívüli zavart okozhatnak a befektetőnek, mert a visszaváltások valószínűleg igen hosszú ideig felfüggesztve maradnak, és a végül visszakapott összeg pontos értéke ugyanilyen hosszú ideig bizonytalan marad. A pénzüket pénzüpiaci alapokba helyező vállalatok esetében a visszaváltás felfüggesztése ellehetetlenítheti a tervezett operatív kiadások megvalósítását, például a bérkifizetést.

3. A SZUBSZIDIARITÁS ELEMZÉSE

A nemzeti szabályozás eleve a kérdéses tagállamra korlátozódik. A pénzüpiaci alap termék- és likviditási profiljának nemzeti szintű szabályozása azzal a kockázattal jár, hogy egy sor, egymástól különböző terméket fognak pénzüpiaci alapként kínálni. Ez zavart keltene a befektetők körében, és akadályozná a szakmai és lakossági befektetőknek pénzüpiaci alapokat kínáló szereplők uniós szinten egyenlő versenyfeltételeinek kialakulását. Ugyanígy, a pénzüpiaci alap legfőbb jellemzőire vonatkozó, egymástól eltérő nemzeti megközelítések fokoznák egy esetleges fertőzés más országokra való áttérjedésének veszélyét, különösen ha a kibocsátók és a pénzüpiaci alapok különböző tagállamban működnek.

Ezen túlmenően, mivel Európában a pénzüpiaci alapokat kínáló számos szolgáltató székhelye nem abban a tagállamban van, ahol az alapokat forgalmazzák, elengedhetetlenül szükség van egy szilárd keret létrehozására a pénzüpiaci alap és szponzora közötti, a fertőzés más országokra való áttérjedésének elkerülése érdekében. A helyzet különösen súlyos, ha a szponzor olyan tagállamban van, amely esetleg nem rendelkezik a fizetéseképtelenné vált szponzor megmentéséhez szükséges költségvetési forrásokkal. A pénzüpiaci alapok székhelye túlnyomórészt két európai uniós joghatóságban (IE és LUX) található, és ezen joghatóságok egyikében sem székel szponzoráló bank, ezért a szponzori támogatás határokon átnyúló dimenziója nagyon is sürgető kérdés.

Európai szintű fellépésre van tehát szükség.

4. CÉLKITŰZÉSEK

Az általános célkitűzések a következők:

- (1) A pénzügyi stabilitás növelése a belső piacon;
- (2) A pénzüpiaci alapokba befektető szereplők védelmének javítása.

Ezen általános célkitűzések megvalósításához az alábbi konkrét szakpolitikai célok elérésére van szükség:

- (1) A reálgazdaságba áttérjedő fertőzés veszélyének megszüntetése;
- (2) A szponzorra áttérjedő fertőzés veszélyének megszüntetése;
- (3) A kései visszaváltók hátrányainak csökkentése, különös tekintettel a feszült piaci körülmények között történő visszaváltásokra.

A felsorolt konkrét célok a következő operatív célok megvalósítását teszik szükségessé:

- (1) Annak biztosítása, hogy az alap a befektetők visszaváltási kérelmeinek teljesítéséhez szükséges likviditással rendelkezzen;
- (2) A pénzüpiaci alapok szerkezeti átalakítása annak érdekében, hogy a kedvezőtlen piaci körülmények ne veszélyeztessék a stabilitásra vonatkozó ígéretet.

5. SZAKPOLITIKAI LEHETŐSÉGEK

Az első operatív cél (a pénzüpiaci alapok megfelelő likviditási szintjének biztosítása) elérése érdekében a Bizottság szolgálatai különböző szakpolitikai lehetőségeket elemeztek, az alábbiak vonatkozásában: a visszaváltási díjak vagy korlátozások három különböző mechanizmusa, a likviditási tartalékot érintő lehetőség, az eszközminőséget és a diverzifikációt érintő lehetőség, a pénzüpiaci alapok ügyfeleire vonatkozó profilalkotás lehetőségei.

A második operatív cél (a pénzüpiaci alapok felkészítése a kedvezőtlen piaci körülményekre) elérése érdekében a Bizottság szolgálatai szakpolitikai lehetőségeket elemeztek az alábbiak vonatkozásában: az átláthatóságot érintő lehetőség, a lebegő nettó eszközértéket igénylő értékelés két lehetősége, a NAV-pufferek bevezetésének két

lehetősége, a bankok státuszát érintő lehetőség, a lebegő nettó eszközértéket és a NAV-puffert egyesítő lehetőség, valamint a minősítést érintő két lehetőség.

6. A MEGTARTOTT LEHETŐSÉGEK HATÁSAINAK ÉRTÉKELÉSE

1. operatív cél: a megtartott lehetőségek a likviditásnövelést célzó „ismerd az ügyfeledet” lehetőségek

Annak biztosítása érdekében, hogy az alap likviditása megfeleljen a befektetők visszaváltási kérelmeinek, a portfólióeszközök likviditásának növelésére, illetve az „ismerd az ügyfeledet” szemlélet bevezetésére vonatkozó lehetőségek a legkedvezőbbek. A visszaváltási díjak vagy korlátozások bevezetésére vonatkozó három lehetőség ezzel szemben nagymértékben csökkentené a pénzpiaci alapok vonzerejét a befektetők számára. A konzultáció rámutat, hogy ezek a lehetőségek akár a pénzpiaci alapok által kezelt eszközök összértékének csökkenéséhez is vezethetnek, és ennek következtében a realgazdaság fontos rövid távú finanszírozási eszköztől esne el. Ezen túlmenően a visszaváltás korlátozására vonatkozó lehetőségek szintén aggályosak, mivel anticiklikus hatást válthatnak ki, így a rendszerszintű kockázatok nem enyhülnének, hanem fokozódhatnak.

Amennyiben növelik a portfólió likviditását és ezzel egyidejűleg biztosítják, hogy a portfólió megfelelően diverzifikált és nem rossz minőségű eszközökbe befektetett, jobban teljesül az a célkitűzés, amely szerint javítani kell a pénzpiaci alapok képességét a visszaváltások kezelésére. Egyrészt a befektetők számára előnyös a könnyebben hozzáférhető likviditás és a kisebb kockázat, másrészt pedig az alap jobban tudja majd kezelni a tömeges visszaváltási kérelmeket. E lehetőségek költségei viszonylag csekélynek mondhatóak, mivel a pénzpiaci alapok többsége már kialakította saját belső szabályait, amelyek szintén ebbe az irányba mutatnak. A rövid lejáratú adósságok piacára gyakorolt hatások ugyancsak kezelhetőnek tűnnek, mert a befektetett eszközöknek csupán rendkívül kis része található a rövid távú hozamgörbe hosszabb távot jelző végén. A tömeges visszaváltási kérelmekre való felkészülés politikája önmagában nem fogja megelőzni a nagy befektetői pánikokat, mindazonáltal a be- és kiáramlások kezelésének hasznos eszközét jelenti, és megvalósítása alacsony költséggel jár.

2. operatív cél: a megtartott lehetőségek az átláthatóság növelését, a stabil értékelések biztosítását és a minősítések használatának mérséklését célzó lehetőségek

Általánosságban véve az elemzés során megvizsgált valamennyi lehetőség növelné – eltérő mértékben – a pénzügyi stabilitást, ám a lehetőségek egyike sem biztosítja az eredmény negatív következményektől mentes elérését. A megtartott lehetőségek eredményezik a pénzügyi stabilitás és a költségek legkedvezőbb egyensúlyát.

Az értékelés módszertanának megreformálása helyreállítaná azt a nyilvánvaló ténytet, hogy a pénzpiaci alap nem más mint egy szokványos befektetési alap, amely ki van téve az áringadozásoknak. Az amortizált bekerülési értéken alapuló, valamint a kerekítési módszer használata az alap számára lehetővé teszi az árstabilitás megőrzését. A piaci áron történő értékelés követelménye egyértelműen jelzi majd a befektetők számára, hogy a befektetésekkel járó kockázatot saját maguk viselik, nem pedig az alap szponzora. Ez a szponzort támogatásra ösztönző tényezők mérséklődéséhez vagy akár teljes megszűnéséhez is vezethet. A szponzorok és a bankrendszer felé irányuló fertőzési

csatorna csökkenne. A nettó eszközérték lebegtetése tehát a legkedvezőbb lehetőség a pénzüpiaci alapok ágazatának stabilizálása, és abból adódóan a bankszektor fertőzésveszélyének mérséklése szempontjából. Nem zárható ki azonban, hogy egyes befektetők nem akarnak majd ingadozó pénzüpiaci alapokba fektetni, ami végső soron a pénzüpiacialap-ágazat zsugorodásához vezethet. Az eszközközkezelőkre gyakorolt hatás kisebb mértékű.

Mivel kétséges, hogy a pénzüpiaci alapok összes befektetője alkalmazkodik-e a lebegő szerkezetű nettó eszközértékhez, a pénzüpiacialap-szolgáltatóknak lehetőségük lesz továbbra is stabil nettó eszközértékű alapot fenntartani. A stabil nettó eszközértékű pénzüpiaci alapnak viszont megfelelő NAV-pufferrel kell rendelkeznie, amelyet az eszközközkezelő finanszíroz. A lebegő nettó eszközértéket és a NAV-puffert egyesítő lehetőség esetében a stabil pénzüpiaci alapkezelőknek finanszírozniuk kell a pénzüpiaci alap által kezelt eszközök legalább 3 %-ának megfelelő tartalékot. A szponzori támogatás válság során megfigyelt eseteiben (123 eset az Egyesült Államok pénzüpiaci alapjai tekintetében) a támogatás csupán 3 alkalommal haladta meg a 3 %-ot. A Reserve Primary Fund vesztesége 2008-as fizetéseképtelenné válásakor 3 % volt, a Lehman-eszközöknek való 1,5 %-os kitettség mellett. A tartalék nem nyújt teljes körű biztosítékot az állandó nettó eszközértékű pénzüpiaci alapok tulajdonosai számára, ugyanakkor ez a szint egyensúlyt biztosít az állandó nettó eszközérték szilárd és biztonságos modellje iránti igény és az eszközközkezelők finanszírozási kapacitása között.

Míg a lebegő nettó eszközérték lehetőségének előnye, hogy rendkívül hatékonyan és egyszerűen kezeli a rendszerszintű kockázatokat, a két rendszert egyesítő lehetőség felismeri azt a tényt, hogy az európai gazdaság egészének finanszírozása szempontjából zavart okozhat, ha valamennyi pénzüpiaci alapot nettó eszközértékük lebegtetésére köteleznék.

Annak ellenére, hogy a lebegő nettó eszközérték után a megfelelő NAV-pufferekkel biztosított stabil nettó eszközérték a második legjobb megoldás, a két lehetőség fent említett kombinációja – szigorú feltételek mellett – javasolható annak biztosítása érdekében, hogy a nettó eszközérték lebegtetésének általános politikája ne okozzon aránytalanul nagy zavart az európai gazdaság rövid távú finanszírozásának egészében.

A választott módszer átláthatósága érdekében a kezelőknek a befektető számára átláthatóbbá kell tenni tevékenységüket. A leminősítést követő tömeges rohamok kizárólag a minősítések használatának korlátozása által kezelhetőek, legalábbis az alap szintjén.

Harmadik országokra gyakorolt hatás

Az árnyékbankrendszert övező munka nemzetközi szinten folyik. Az Értékpapír-felügyelet Nemzetközi Szervezetének (IOSCO) pénzüpiaci alapokra vonatkozó ajánlásait, amelyeket a Pénzügyi Stabilitási Tanács (FSB) jóváhagyott, a G20 csoportba tartozó valamennyi joghatóságban végre kell hajtani. Különösen fontos a pénzüpiacok likviditását és stabilitását érintő reformtervezetek egységes alkalmazásának biztosítása annak érdekében, hogy elkerülhető legyen a szabályozási arbitrázs és a joghatóságokon átnyúló fertőzés. Ebben a hatásvizsgálatban tehát a megtartott lehetőségek az IOSCO és az FSB ajánlásait tükrözik.

Az Egyesült Államok – mint a pénzüpiaci alapok legnagyobb piaca a világon – különös figyelmet igényel. Az európai és az egyesült államokbeli pénzüpiaci alapok egyaránt

összekapcsoltak. Az Egyesült Államokban székelő pénzügyi alapok az Európában kibocsátott pénzügyi eszközök jelentős befektetői. Ez fordítva is igaz, az uniós pénzügyi alapok az Egyesült Államokban kibocsátott pénzügyi eszközök jelentős befektetői. Ebből adódóan a pénzügyi alapok az Atlanti-óceán mindkét partján fontos finanszírozási lehetőséget jelentenek nem csupán a saját kontinensük vállalati kibocsátói és bankjai, hanem a másik kontinens hasonló szereplői számára is. Az egyesült államokbeli hatóságok szintén a pénzügyi alapok reformján munkálkodnak. Az Egyesült Államokkal szoros párbeszéd indult a szabályalkotás egymást követő szakaszainak összehangolása érdekében.

7. ELLENŐRZÉS ÉS ÉRTÉKELÉS

A Bizottság valamennyi új jogalkotási intézkedés utólagos értékelését prioritásként kezeli. Az előirányzott rendeletet szintén teljeskörűen értékelni fogják többek között annak érdekében, hogy felmérjék hatékonyságát és hatásosságát az ebben a jelentésben bemutatott célok elérése terén, valamint hogy eldöntsék, szükség van-e új intézkedésekre vagy módosításokra.

Ami az értékelés során használatos mutatókat és információforrásokat illeti, különböző forrásokból származó adatokat fognak használni. Ezek segítségével nyomon követik a likviditás szintjét, az eszközök típusait, az eszközkibocsátókat és a pénzügyi alapok befektetőit. E mutatók alapján következtetéseket lehet majd levonni a reform pénzügyi stabilitásra gyakorolt hatásáról.