



EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 4.9.2013
SWD(2013) 316 final

ARBEJDSDOKUMENT FRA KOMMISSIONENS TJENESTEGRENE

RESUMÉ AF KONSEKVENSANALYSEN

Ledsagedokument til

Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om pengemarkedsforeninger

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

1. INDLEDNING

I Europa er pengemarkedsforeninger en vigtig kilde til kortsigtet finansiering for finansielle institutioner, virksomheder og den offentlige sektor. Omkring 22 % af de gældsinstrumenter med kort løbetid, der udstedes af den offentlige sektor eller virksomheder i Europa, besiddes af pengemarkedsforeninger. Pengemarkedsforeninger besidder 38 % af de gældsinstrumenter med kort løbetid, der udstedes af EU's banksektor¹. På efterspørgselssiden er pengemarkedsforeninger et kortsigtet likviditetsstyringsværktøj, som sikrer en høj grad af likviditet, diversificering, stabil værdi og markedsbaseret afkast. Pengemarkedsforeninger anvendes hovedsagelig af selskaber, der ønsker at investere deres overskydende likviditet over en kort tidshorizont, f.eks. indtil en større udgift som f.eks. udbetaling af løn. Pengemarkedsforeninger er således mere end andre investeringsforeninger et afgørende forbindelsesled mellem udbud af og efterspørgsel efter kortfristet likviditet.

Med forvaltning af aktiver for omkring 1 000 mia. EUR repræsenterer pengemarkedsforeninger en kategori af fonde, der adskiller sig fra alle andre investeringsforeninger. Størstedelen af pengemarkedsforeningerne, 80 % målt på aktiver og 60 % målt på antal foreninger, opererer i henhold til reglerne i direktivet om institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitut). En pengemarkedsforening er gennemsnitligt langt større end et investeringsinstitut. En enkelt pengemarkedsforening kan f.eks. nå en størrelse på 50 mia. EUR.

Pengemarkedsforeningernes systemiske virkninger samt deres indbyrdes sammenhæng med udstederne og deres sponsorer i form af banker har været centrale elementer i det internationale arbejde med skyggebanksystemet. Rådet for Finansiell Stabilitet (FSB) og andre institutioner, såsom Den Internationale Børstilsynsorganisation (IOSCO) og Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB), har analyseret pengemarkedsforeninger og deres systemiske virkninger. Pengemarkedsforeninger, særlig de pengemarkedsforeninger, der opretholder en stabil kurs på deres andele, er blevet fremhævet på grund af deres indlånslignende kendetegn.

2. PROBLEMSTILLING

Pengemarkedsforeninger er et bekvemt værktøj for investorer, fordi de på mange måder ligner bankindlån: omgående adgang til likviditet og stabil værdi. Investorer opfatter pengemarkedsforeninger som et sikkert og mere diversificeret alternativ til bankindlån. Reelt er pengemarkedsforeninger dog ikke andet end traditionelle investeringsforeninger med de indbyggede risici, der er forbundet med investeringerne. Når priserne på de aktiver, som pengemarkedsforeningerne investerer i, begynder at falde, særlig i stressede markedssituationer, kan pengemarkedsforeningen således ikke altid holde løftet om omgående indløsning og opretholdelse af værdien af de andele eller kapitalandele, pengemarkedsforeningen udsteder til investorerne. Visse foreninger vil muligvis kunne "støtte" værdien af andelene eller kapitalandelene ved at yde sponsorstøtte, mens andre måske ikke har den fornødne kapital hertil. Problemet er, at investorerne, så snart de fornemmer en risiko for, at pengemarkedsforeningerne måske ikke vil kunne holde løftet

¹ I Frankrig besidder pengemarkedsforeninger 45 % af de indlånsbeviser, der udstedes af banker, og 35 % af de beviser, der udstedes af ikkefinansielle selskaber.

om likviditet og stabil indløsning på et hvilket som helst tidspunkt, vil foretage indløsning, hvilket kan føre til et stormløb på foreningerne.

Sådanne stormløb er kendetegnet ved omfattende og pludselige indløsningskrav fra store investorgrupper, som ønsker at undgå tab og at kunne indløse til den højest mulige pris. Stormløb er systemisk relevante, da de tvinger pengemarkedsforeningerne til at sælge deres aktiver hurtigt for at kunne imødekomme udestående indløsningskrav. Indløsningsspiralen i sig selv fremskynder faldet i foreningens nettoaktivværdi og forværrer dermed den faldende nettoaktivværdi og frygten for, at pengemarkedet som helhed er ustabilt.

De problemer, der er forbundet med stormløb, er af systemisk karakter og skyldes: 1) pengemarkedsforeningernes tætte sammenknytning med realøkonomien, 2) deres forbindelser med sponsorerne. Derudover har stormløb på pengemarkedsforeninger også en investorbeskyttelsesvinkel, eftersom de investorer, der indløser sent, automatisk vil være dårligere stillet end de investorer, der indløser tidligt.

Markedet for pengemarkedsforeninger er koncentreret i nogle få medlemsstater. FR, IE og LU udgør over 95 % af markedet målt på forvaltede aktiver. Markedet er ikke desto mindre tæt forbundet med andre lande som følge af den høje andel af grænseoverskridende investeringer og investorer og de grænseoverskridende afsmittende virkninger mellem pengemarkedsforeningerne og deres finansieringsenheder med hjemsted i andre lande.

Afsmittende virkninger på realøkonomien

Under krisen har pengemarkedsforeningernes likviditet ikke været tilstrækkelig til at efterkomme alle indløsningskrav. Dette har fået nogle foreninger til at suspendere indløsninger eller anvende andre begrænsninger. Når investorer fratages muligheden for kortsigtede investeringer i pengemarkedsforeninger, kan det få konsekvenser for udstedere, der er afhængige af kortsigtet finansiering gennem pengemarkedsforeninger. Da pengemarkedsforeninger spiller en central rolle for finansieringsmulighederne over en kort tidshorisont for enheder som banker, virksomheder eller den offentlige sektor, kan stormløb på pengemarkedsforeninger få mere omfattende makroøkonomiske konsekvenser. Banker tegner sig for størstedelen (85 %) af de 1 000 mia. EUR, der udstedes til pengemarkedsforeninger, mens den offentlige sektor tegner sig for en andel på omkring 10 %, og virksomheder tegner sig for rundt regnet 5 %. Den offentlige sektor og meget store selskaber bruger pengemarkedet som et middel – sammen med banklånerammer – til at opnå kortsigtet finansiering. Eventuelle afsmittende virkninger på markedet for kortsigtet finansiering kan således også afstedkomme direkte og store vanskeligheder for finansieringen af "realøkonomien".

Afsmittende virkninger på sponsorer

Pengemarkedsforeninger, særlig dem, der lover indløsning til en stabil kurs på deres andele, har historisk set været afhængige af diskretionær kapital fra sponsorer med henblik på at opretholde deres nettoaktivværdi i tider med faldende aktivværdier. Pengemarkedsforeningernes sponsorer kan beslutte at yde støtte med henblik på at kompensere for deres forenings faldende nettoaktivværdi. Sponsorerne er ofte tvunget til at støtte de pengemarkedsforeninger, som de sponsorerer, af frygt for, at pengemarkedsforeningens faldende nettoaktivværdi som følge af den omdømmemæssige risiko kan skabe panik, som kan brede sig ind over sponsorens øvrige

forretningsområder. Hvad angår banker, der fungerer som sponsorer, er risikoen endnu mere påtrængende, fordi panikken kan brede sig til bankens privatkundegrundlag, hvilket kan føre til, at banken ikke kan opfylde sine forpligtelser.

I forbindelse med krisen blev der observeret flere tilfælde af støtte fra sponsorer.

Sponsorerne er for størstedelens vedkommende ikke forberedt på at håndtere sådanne situationer, fordi den "implicitte" garanti ikke er registreret som en eksplicit garanti. Der er ikke opbygget kapitalreserver med det formål at kunne yde støtte. Afhængigt af foreningens størrelse og omfanget af indløsningspresset, kan sponsorens støtte derfor nå et omfang, der overstiger dens umiddelbart tilgængelige reserver. De største udbydere af pengemarkedsforeninger forvalter over 250 mia. EUR af pengemarkedsforeningernes aktiver på verdensplan, hvorimod deres umiddelbart tilgængelige likviditet på balancen blot beløber sig til nogle få hundrede millioner.

Ulige behandling af investorer

I forbindelse med stormløb får hver enkelt indløsningsordre fondens kurs til at falde, fordi fonden bliver tvunget til at sælge aktiver som følge af stigende likviditetsomkostninger. Det skaber en first mover-fordel, hvor de investorer, der anmoder om indløsning sent (ofte private investorer), skal afholde de udgifter, der er forbundet med tidlige indløsninger. Der sker således en overførsel af penge fra sene indløsere til tidlige indløsere. Udgifterne til indløsningen kan udgøre en væsentlig ulempe for de sene indløsere, eftersom forskellen mellem situationen før og efter indløsningen kan være betydelig.

Konsekvenser

Da pengemarkederne og sponsorerne er systemisk relevante, kan de offentlige myndigheder blive tvunget til at gribe ind, når pengemarkedet står over for en krise. De amerikanske myndigheder lagde en plan, som skulle sikre alle de midler, der er investeret i pengemarkedsforeningerne. De offentlige myndigheder i Europa var også nødt til at reagere for at standse de afsmittende virkninger: Tyskland vedtog en lov for at stabilisere markedet, og Luxembourg meddelte, at landet ville træffe de nødvendige foranstaltninger for at stabilisere de nationale pengemarkedsforeninger. De forskellige reaktioner fra de europæiske enheders side bidrog ikke til at øge stabiliteten på det europæiske marked som helhed, fordi de fremprovokerede flytninger af investorernes midler til pengemarkedsforeninger med en sådan garanti.

Konsekvenserne af pengemarkedsforeningers likvidation kan være ekstremt forstyrrende for investoren, eftersom indløsningen potentielt kan blive suspenderet i en meget lang periode, og det vil i en lige så lang periode være usikkert, hvor stort et beløb der vil blive udbetalt i sidste ende. Når det gælder selskaber, der placerer deres likviditet i en pengemarkedsforening, kan en suspension føre til manglende evne til at afholde planlagte driftsudgifter, f.eks. udbetaling af løn.

3. ANALYSE AF NÆRHEDSPRINCIPPET

De nationale reguleringsstrategier er begrænset til den pågældende medlemsstat. Regulering af en pengemarkedsforenings produkt- og likviditetsprofil på nationalt plan indebærer blot en risiko for, at forskellige produkter alle sælges som pengemarkedsforeninger. Det ville skabe forvirring blandt investorerne og hindre, at der

skabes lige vilkår i EU for dem, der udbyder pengemarkedsforeninger til både professionelle og private investorer. Ligeledes ville forskellige nationale tilgange til de vigtigste kendetegn ved en pengemarkedsforening øge risikoen for grænseoverskridende afsmittende virkninger, særlig når udstedere og pengemarkedsforeningen befinder sig i forskellige medlemsstater.

Eftersom mange aktører, der udbyder pengemarkedsforeninger i Europa, har hjemsted i andre medlemsstater end dem, hvor foreningerne markedsføres, er etableringen af stærke rammer afgørende for at forhindre grænseoverskridende afsmittende virkninger mellem en pengemarkedsforening og dens finansieringsenheder. Det er særlig alvorligt, når sponsoren har hjemsted i en medlemsstat, der måske ikke har budgetmidler til at redde en sponsor, som ikke kan opfylde sine forpligtelser. Eftersom pengemarkedsforeninger primært har hjemsted i to EU-jurisdiktioner (IE og LU), som begge er jurisdiktioner, hvor ingen sponsorbanker har hjemsted, er der et presserende behov for at behandle den grænseoverskridende dimension af støtte fra sponsorer.

Der er derfor brug for handling på EU-plan.

4. MÅLSÆTNINGER

De generelle mål er at:

- 1) øge den finansielle stabilitet i det indre marked
- 2) øge beskyttelsen af pengemarkedsforeningernes investorer

For at nå disse generelle mål skal følgende mere specifikke politikmål gennemføres:

- 1) forebyggelse af risikoen for afsmittende virkninger på realøkonomien
- 2) forebyggelse af risikoen for afsmittende virkninger på sponsorer
- 3) mindskelse af ulemperne for investorer, der indløser sent, særlig med hensyn til indløsninger under stressede markedsvilkår

Ovennævnte specifikke mål kræver virkeliggørelse af følgende operationelle mål:

- 1) sikring af, at fondens likviditet er tilstrækkelig til at imødekomme investorenes indløsningskrav
- 2) omdannelse af pengemarkedsforeningens struktur, således at løftet om stabilitet kan holdes, selv under vanskelige markedsvilkår.

5. POLITISKE LØSNINGSMODELLER

Med henblik på at nå det første operationelle mål (at sikre tilstrækkelig likviditet i pengemarkedsforeningerne) har Kommissionens tjenestegrene analyseret forskellige politiske løsningsmodeller, herunder følgende aspekter: tre forskellige mekanismer for indløsningsgebyrer eller -begrænsninger, én løsningsmodel, der indebærer en likviditetsbuffer, én løsningsmodel med diversificerede aktiver af høj kvalitet og løsningsmodeller, der indebærer pengemarkedsforeningers "opstilling af kunde profiler".

Med henblik på at nå det andet operationelle mål (at sætte pengemarkedsforeninger i stand til at modstå vanskelige markedsvilkår) har Kommissionens tjenestegrene analyseret politiske løsningsmodeller vedrørende følgende aspekter: én løsningsmodel vedrørende gennemsigtighed, to løsningsmodeller, der indebærer værdiansættelse med krav om en flydende nettoaktivværdi, to løsningsmodeller, der indebærer krav om nettoaktivværdibuffer, én løsningsmodel, der indebærer bankstatus, én løsningsmodel, der kombinerer flydende nettoaktivværdi og en nettoaktivværdibuffer og én løsningsmodel vedrørende kreditvurdering.

6. VURDERING AF VIRKNINGERNE AF DE VALGTE LØSNINGSMODELLER

Operationelt mål nr. 1: Løsningsmodeller, der har til formål at øge likviditeten og pengemarkedsforeningernes kendskab til kunderne

For at sikre, at foreningernes likviditet er tilstrækkelig til at efterkomme investorenes indløsningskrav, vurderes løsningsmodeller, der har til formål at øge likviditeten af aktiver i porteføljen, og gennemførelsen af en "kend dine kunder"-politik højest. De tre løsningsmodeller, der er baseret på indløsningsgebyrer eller -begrænsninger, ville på den anden side gøre pengemarkedsforeningerne væsentligt mindre attraktive for investorerne. Høringen viser, at sådanne løsningsmodeller vil kunne føre til en nedgang i den samlede mængde aktiver, der forvaltes af pengemarkedsforeningerne, hvilket ville fratage realøkonomien et vigtigt værktøj til kortsigtet finansiering. Derudover rejser disse løsningsmodeller, som begrænser indløsningsmulighederne, spørgsmål om deres mulige konjunkturudlignende virkning, hvilket ikke ville mindske den systemiske risiko, men derimod øge den.

Ved at øge porteføljens likviditet og samtidig sikre, at porteføljen er tilstrækkeligt diversificeret og ikke investeret i aktiver af lav kvalitet, nås målet om at øge pengemarkedsforeningens evne til at håndtere indløsninger bedre. Dels vil investorerne nyde godt af øget adgang til likviditet og lavere risiko, og dels vil det øge foreningens evne til at håndtere omfattende indløsningskrav. Udgifterne til disse løsningsmodeller ser ud til at være relativt beskedne, eftersom størstedelen af pengemarkedsforeningerne allerede har udviklet interne regler, der går i den retning. Konsekvenserne for markedet for kortfristet gæld ser også ud til at være overskuelige, eftersom kun en meget lille andel af aktiverne investeres i den lange ende af den kortfristede afkastkurve. Politikken med at imødegå omfattende indløsningskrav vil ikke i sig selv forhindre omfattende stormløb, men er stadig et nyttigt værktøj til at håndtere tilstrømning og udstrømning og kan gennemføres med få udgifter.

Operationelt mål nr. 2: Løsningsmodeller, der har til formål at øge gennemsigtigheden, sikre stabile værdiansættelser og begrænse anvendelsen af kreditvurderinger

Generelt ville alle de analyserede løsningsmodeller i forskellig grad øge den finansielle stabilitet, men ingen af løsningsmodellerne ville skabe resultater uden negative konsekvenser. De valgte løsningsmodeller er dem, der sikrer størst mulig balance mellem finansiell stabilitet og omkostninger.

En reform af værdiansættelsesmetoden vil bekræfte den kendsgerning, at pengemarkedsforeninger er almindelige investeringsforeninger, som er genstand for prisudsving. Anvendelsen af opgørelse til amortiseret kostpris og afrundingsmetoder gør

det muligt for foreningen at opretholde en stabil kurs. Kravet om anvendelse af en værdiansættelse til markedsværdi vil klart indikere over for investorerne, at de, og ikke fondens sponsor, bærer risikoen for deres investeringer. Det vil mindske eller endog fjerne sponsorens incitament til at yde støtte. Den afsmittende virkning på sponsorerne, dvs. banksystemet, ville blive begrænset. Den flydende nettoaktivværdi er således den løsningsmodel, der vurderes højest, når det gælder om at stabilisere sektoren for pengemarkedsforeninger og dermed begrænse de afsmittende virkninger på banksektoren. Det kan dog ikke udelukkes, at visse investorer måske ikke ønsker at investere i pengemarkedsforeninger med flydende nettoaktivværdi, hvilket i sidste ende kan føre til en nedgang i sektoren for pengemarkedsforeninger. Virkningerne på forvalterne ser ud til at være mere begrænsede.

Da der fortsat er tvivl om, hvorvidt alle pengemarkedsforeningernes investorer vil tilpasse sig en struktur med flydende nettoaktivværdi, vil en udbyder af pengemarkedsforeninger have mulighed for at opretholde en fond med stabil nettoaktivværdi. En pengemarkedsforening med stabil nettoaktivværdi ville imidlertid skulle have en tilstrækkelig nettoaktivværdibuffer, som skal finansieres af forvalteren. Med en løsningsmodel, hvor en flydende nettoaktivværdi kombineres med en nettoaktivværdibuffer, vil forvalteren af stabile pengemarkedsforeninger skulle finansiere en buffer på mindst 3 % af pengemarkedsforeningens forvaltede aktiver. Når man ser på de observerede tilfælde af støtte fra sponsorer under krisen (123 tilfælde vedrørende amerikanske pengemarkedsforeninger), var støtten kun i tre tilfælde højere end 3 %. Da Reserve Primary Fund i 2008 var ude af stand til at opfylde sine forpligtelser, mistede den 3 % af sine forvaltede aktiver på en eksponering for Lehman Brothers-aktiver på 1,5 %. Bufferen vil ikke give indehavere af andele eller kapitalandele i pengemarkedsforeninger med konstant nettoaktivværdi fuld garanti, men dette niveau sikrer balance mellem behovet for en stærk og sikker model for pengemarkedsforeninger med konstant nettoaktivværdi og forvalternes finansieringsevne.

Løsningsmodellen med flydende nettoaktivværdi har den fordel, at den tackler de systemiske risici på en meget effektiv og enkel måde, men den løsningsmodel, der kombinerer de to systemer, indebærer en anerkendelse af den kendsgerning, at det kan være forstyrrende for den generelle finansiering af den europæiske økonomi, hvis alle pengemarkedsforeninger bliver tvunget til at anvende flydende nettoaktivværdi.

Selv om en stabil nettoaktivværdi med tilstrækkelige nettoaktivværdibuffer er det "næstbedste" alternativ til en flydende nettoaktivværdi, kan førnævnte kombination af begge løsningsmodeller, under strenge vilkår, anbefales med det formål at sikre, at den generelle politik med flydende nettoaktivværdi ikke forårsager unødvendige problemer for den generelle kortsigtede finansiering af den europæiske økonomi.

For at sikre gennemsigthed, hvad angår den valgte metode, vil forvaltere skulle øge deres åbenhed over for investorerne. Problemet med en omfattende stormløb som følge af en lavere kreditvurdering kan kun håndteres ved at begrænse anvendelsen af kreditvurderinger – i det mindste på fondsniveau.

Konsekvenser for tredjelande

Arbejdet med skyggebanksystemet foregår på internationalt plan. IOSCO's anbefalinger om pengemarkedsforeninger og FSB's støtte hertil kræver gennemførelse i alle G20-landene. Det er særligt vigtigt for at sikre, at de planlagte reformer vedrørende pengemarkedsforeningers likviditet og stabilitet anvendes på en ensartet måde med

henblik på at forhindre regularbitrage og grænseoverskridende afsmittende virkninger. Den valgte løsningsmodel i denne konsekvensanalyse afspejler derfor IOSCO's og FSB's anbefalinger.

Som det største marked for pengemarkedsforeninger i verden kræver USA særlig opmærksomhed. Det europæiske og det amerikanske marked for pengemarkedsforeninger er indbyrdes forbundne. Amerikanske pengemarkedsforeninger er vigtige investorer i pengemarkedsinstrumenter udstedt i Europa. Omvendt er europæiske pengemarkedsforeninger vigtige investorer i pengemarkedsinstrumenter udstedt i USA. Som sådan udgør pengemarkedsforeninger på begge sider af Atlanten en vigtig finansieringskilde ikke blot for selskabsudstedere og banker på deres eget kontinent, men også for enheder på det andet kontinent. De amerikanske myndigheder arbejder også på en reform vedrørende pengemarkedsforeninger. Europa indgår i en tæt dialog med USA med henblik på at tilpasse lovgivningsfaserne.

7. KONTROL OG EVALUERING

En efterfølgende evaluering af alle nye lovgivningsmæssige foranstaltninger prioriteres højt af Kommissionen. Den kommende lovgivning vil også blive gjort til genstand for en komplet evaluering med det formål bl.a. at undersøge, i hvor høj grad den har ført til opfyldelsen af de målsætninger, der er nævnt i denne rapport, og afgøre, om der er behov for nye foranstaltninger eller ændringer.

Hvad angår de indikatorer og informationskilder, der kan anvendes i forbindelse med evalueringen, vil der blive anvendt forskellige kilder. Det skal ske for at overvåge likviditetsniveauet, typer aktiver, udstedere af aktiverne og pengemarkedsforeningernes investorer. På grundlag af disse indikatorer vil det være muligt at drage konklusioner om reformens virkninger på den finansielle stabilitet.