



EUROPEISKA
KOMMISSIONEN

Bryssel den 4.9.2013
SWD(2013) 316 final

ARBETSDOKUMENT FRÅN KOMMISSIONENS AVDELNINGAR

SAMMANFATTNING AV KONSEKVENSBEDÖMNINGEN

Följedokument till

Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om penningmarknadsfonder

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

1. INLEDNING

I Europa fungerar penningmarknadsfonder som en viktig källa till kortfristig finansiering för finansiella institut, företag och regeringar. Omkring 22 % av de kortfristiga skuldpapper som emitteras av regeringar eller företagssektorn i Europa innehåller penningmarknadsfonder. Penningmarknadsfonder innehåller 38 % av de kortfristiga skuldpapper som emitterats av banksektorn i EU¹. På efterfrågesidan erbjuder penningmarknadsfonder ett verktyg för kortfristig penninghantering som ger en hög grad av likviditet, diversifiering, värdestabilitet och marknadsbaserad avkastning. Penningmarknadsfonder används av företag som vill investera sina överskottsmedel under en kortare tid, till exempel fram till en löneutbetalning eller någon annan stor utgift. Penningmarknadsfonder utgör därför, i högre grad än andra investeringsfonder, en viktig länk mellan efterfrågan och tillgången på kortfristiga pengar.

Penningmarknadsfonder förvaltar tillgångar på cirka 1 000 miljarder euro, och utgör en kategori av fonder som skiljer sig från alla andra placeringsfonder. Majoriteten av alla penningmarknadsfonder, 80 % mätt i tillgångar och 60 % mätt i antalet fonder, följer reglerna i direktivet om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag). Genomsnittsstorleken för en penningmarknadsfond överskrider vida genomsnittsstorleken för ett fondföretag. En enda penningmarknadsfond kan uppgå till 50 miljarder euro.

Penningmarknadsfondernas effekter på systemet, deras ömsesidiga beroende av emittenten och bankgaranterna ligger till grund för det internationella arbetet med skuggbanksektorn. Rådet för finansiell stabilitet (*Financial Stability Board*, FSB) och andra institutioner, till exempel Internationella organisationen för värdepapperstillsyn (Iosco) och Europeiska systemrisknämnden (ESRB) har analyserat penningmarknadsfonderna och deras effekter på systemet. Penningmarknadsfonder, i synnerhet dem som har en stabil andelskurs, har valts ut på grund av deras inlåningsliknande egenskaper.

2. PROBLEMFORMULERING

Penningmarknadsfonder utgör ett bekvämt verktyg för investerare, eftersom de i stora drag liknar bankinlåning: omedelbar tillgång till likviditet och värdestabilitet. Investerarna betraktar penningmarknadsfonder som ett säkert och mer diversifierat alternativ till bankinlåning. Men i själva verket är penningmarknadsfonder bara en klassisk placeringsfond som innefattar investeringsrisker. Det betyder att när priserna på en tillgång som penningmarknadsfonden har investerat i börjar falla, i synnerhet när marknaden är pressad, kan penningmarknadsfonden inte alltid hålla sitt löfte att lösa in andelar omedelbart och behålla värdet på de andelar som penningmarknadsfonden emitterar till investerarna. Det finns fonder som kan hålla uppe andelsvärdena genom tillskott från sin försörjare, medan andra kanske saknar kapital för att göra det. Nackdelen är att investerarna, om de får uppfattningen att det finns en risk för att penningmarknadsfonden inte längre ska kunna leva upp till sina löften om likviditet och

¹ I Frankrike innehåller penningmarknadsfonder 45 procent av alla inlåningsbevis emitterade av bankerna och 35 procent av inlåningsbevisen emitterade av icke-finansiella företag.

stabila fonduttag när som helst, kommer att börja ta ut sina andelar och det kan i sin tur kan leda till så kallade "rusningar".

En rusning innebär att stora grupper av investerare, som vill undvika förluster och kunna lösa in sina andelar till högsta möjliga kurs, plötsligt gör stora fonduttag. Rusningar påverkar i högsta grad systemet, eftersom de tvingar penningmarknadsfonder att sälja sina tillgångar snabbt för att kunna genomföra alla utestående uttagsorder. Uttagsspiralen leder till att fondens fondandelsvärde (NAV) sjunker, vilket förvärrar värdenedgången och rädslan för en instabil penningmarknad.

Problemen i samband med en rusning påverkar systemet av två skäl: 1) Penningmarknadsfondernas koppling till realekonomin och 2) deras koppling till försörjare. Dessutom finns det en skyddsaspekt när man talat om rusningar från penningmarknadsfonder, eftersom de som löser in sina andelar sent har en nackdel jämfört med dem som löser in tidigt.

Marknaden för penningmarknadsfonder koncentreras till ett fåtal medlemsstater och Frankrike, Irland och Luxemburg utgör över 95 % marknaden mätt i förvaldade tillgångar. Marknaden är dock i högsta grad kopplad till andra länder på grund av den stora mängden investeringar och investerare som investerar över gränserna, och smittlänkar över gränserna mellan penningmarknadsfonder och deras försörjare i andra länder.

Smitta till realekonomin

Under krisen har penningmarknadsfondernas likviditet inte varit tillräcklig för att genomföra alla uttagsorder. Detta har lett till att vissa fonder skjutit upp fonduttagen eller infört andra begränsningar. Att beröva investerarna möjligheten att investera i penningmarknadsfonder kan få efterverkningar för emittenter som förlitar sig enbart på kortfristig finansiering via penningmarknadsfonder. Eftersom penningmarknadsfonder spelar en central roll när det gäller finansiering av enheter som till exempel banker, företag eller regeringar, kan rusningar från penningmarknadsfonder få stora makroekonomiska konsekvenser. Bankerna står för den största delen (85 %) av de 1 000 miljarder euro som emitteras till penningmarknadsfonder, regeringar står för cirka 10 % och banker 5 %. Regeringar och mycket stora företag använder penningmarknaden som ett sätt att skaffa kortfristig finansiering, vid sidan av bankkrediter. Eventuell smitta som överförs till marknaden för kortfristig finansiering skulle även leda till direkta och stora problem för finansieringen av "realekonomin".

Smitta till försörjarna

Penningmarknadsfonder, i synnerhet sådana som utlovar fonduttag till en stabil andelskurs, har historiskt sett förlitat sig på diskretionärt försörjningskapital för att upprätthålla sitt fondandelsvärde när värdet på deras tillgångar faller. Penningmarknadsfondernas försörjare kan välja att ge tillskott för att kompensera för nedgången i fondens fondandelsvärde. Försörjarna tvingas dock ofta ge tillskott till de penningmarknadsfonder som de försörjer av rädsla för att en ryktesrisk, om penningmarknadsfonden skulle minska i värde, ska utlösa panik, som skulle kunna sprida sig till försörjarens övriga verksamhet. För banker som är försörjare är risken ännu mer akut, eftersom paniken kan sprida sig till bankens privatkundsbas och i sin tur leda till fallissemang hos banken.

Under krisen förekom kapitaltillskott från försörjare vid ett flertal tillfällen.

Försörjarna är ofta inte beredda på en sådan situation, eftersom den "underförstådda" garantin inte redovisas som en uttrycklig garanti. Försörjarna bygger inte upp några kapitalreserver som täcker eventuella tillskott. Därför kan tillskottet, beroende på fondens storlek och uttagstrycket, uppgå till summor som vida överskrider försörjarens tillgängliga reserver. De största leverantörerna av penningmarknadsfonder förvaltar över 250 miljarder euro i tillgångar världen över, men i vissa fall uppgår deras tillgängliga medel enligt balansräkningen endast till ett par hundra miljoner.

Orättvis behandling av investerare

Vid en rusning gör varje uttagsorder att fondkursen faller, eftersom fonden måste sälja tillgångar till ökade likviditetskostnader. Det skapar en fördel för dem som agerar först, och de som tar ut sina pengar sist (ofta privatinvesteringar) måste bära kostnaderna för de tidiga fonduttagen. Det sker alltså en överföring av pengar från dem som gör fonduttag sent till dem som gör fonduttag tidigt. Utagskostnaderna kan leda till väsentliga nackdelar för dem som tar ut sina pengar sent, då skillnaden före och efter uttag kan vara betydande.

Konsekvenser

Eftersom penningmarknaden och försörjarna är viktiga för systemet kan regeringarna tvingas gripa in när penningmarknaden hamnar i kris. I USA har myndigheterna utformat en plan för att garantera alla pengar som investeras i penningmarknadsfonder. De offentliga myndigheterna i Europa har också tvingats ingripa för att förhindra smitta: Tyskland har antagit en lag för att stabilisera marknaden och Luxemburg har meddelat att man kommer att vidta alla nödvändiga åtgärder för att stabilisera de nationella penningmarknadsfonderna. De olika åtgärder som EU:s medlemsstater vidtagit har dock inte räckt för att öka stabiliteten på den europeiska marknaden som helhet, utan i stället lett till att investerarna flyttat sina pengar till de penningmarknadsfonder som omfattas av garantier.

Om en penningmarknadsfond likvideras kan konsekvenserna bli mycket stora för investeraren, eftersom uttag från fonden kan komma att skjutas upp under en mycket lång tidsperiod och det kommer också att ta lång tid innan man vet det exakta belopp som till slut går att återvinna. För ett företag som placerat sina pengar i en penningmarknadsfond kan detta leda till att de inte kan genomföra sina planerade löneutbetalningar, eller andra utbetalningar i verksamheten.

3. SUBSIDIARITETSANALYS

De nationella regleringsmetoderna begränsas till den berörda medlemsstaten. Om penningmarknadsfondernas produkt- och likviditetsprofil regleras på nationell nivå kan det leda till att många olika produkter börjar säljas som penningmarknadsfonder. Detta skulle leda till förvirring hos investerarna och skulle göra det svårare att skapa lika villkor i EU för alla dem som erbjuder penningmarknadsfonder till professionella eller privata investerare. Olika nationella strategier för de viktigaste egenskaperna i en penningmarknadsfond skulle också öka risken för smitta över gränserna, i synnerhet om emittenten och penningmarknadsfonden ligger i olika medlemsstater.

Eftersom många aktörer som erbjuder penningmarknadsfonder i Europa ligger i andra medlemsstater än de stater där fonden marknadsförs krävs ett stabilt ramverk för att undvika smitta över gränserna mellan en penningmarknadsfond och dess försörjare. Det gäller i synnerhet om försörjaren återfinns i en medlemsstat som saknar tillräckliga budgetresurser för att rädda en försörjare i fallissemang. Eftersom de allra flesta penningmarknadsfonder har sitt säte i två olika EU-jurisdiktioner (Irland och Luxemburg), där inga försörjande banker har sitt säte, blir den gränsöverskridande dimensionen av tillskott från försörjare akut.

Därför krävs en åtgärd på EU-nivå.

4. MAL

De allmänna målen är följande:

1. Utöka den finansiella stabiliteten på den inre marknaden.
2. Öka skyddet för investerare i penningmarknadsfonder.

För att uppnå de allmänna målen krävs att följande mer specifika politiska mål uppnås:

1. Förhindra smitta till realekonomin.
2. Förhindra smitta till försörjaren.
3. Minska nackdelarna för dem som tar ut sina pengar sent, i synnerhet under pressade marknadsförhållanden.

De specifika mål som anges här ovan kräver att följande operativa mål uppnås:

1. Säkerställa att fondens likviditet är tillräcklig för att klara investerarnas uttagsorder.
2. Omvandla penningmarknadsfondernas struktur så att stabilitetslöftet kan uppfyllas trots negativa marknadsvillkor.

5. ALTERNATIV

I syfte att uppnå det första operativa målet (säkerställa tillräckliga likviditetsnivåer i penningmarknadsfonderna) har kommissionen analyserat olika alternativ som omfattar följande aspekter: tre olika mekanismer för uttagsavgifter eller uttagsbegränsningar, ett alternativ rörande likviditetsbuffert, ett alternativ rörande tillgångskvalitet och diversifiering samt alternativ rörande penningmarknadsfondernas ”kundprofilering”.

I syfte att uppnå det andra operativa målet (utrusta penningmarknadsfonderna så att de klarar negativa marknadsvillkor) har kommissionen analyserat alternativ inom följande aspekter: ett alternativ rörande öppenhet, två alternativ rörande värdering som kräver rörligt fondandelsvärde, två alternativ som kräver en buffert, ett alternativ rörande bankstatus, ett alternativ som kombinerar rörligt fondandelsvärde och buffert samt ett alternativ om betygsättning.

6. KONSEKVENSBEDÖMNING AV VALDA ALTERNATIV

Operativt mål 1: alternativ som syftar till att öka likviditeten samt ”lära känna din kund” är valda alternativ

Bland de alternativ som syftar till att se till att fonden har tillräcklig likviditet för att klara av investerarnas uttagsorder hamnade alternativ för att öka portföljtillgångarnas likviditet och genomförandet av en policy som syftar till att ”lära känna kunden” på första plats. De tre alternativ som baseras på att införa uttagsavgifter eller begränsningar skulle däremot radikalt minska investerarnas intresse för penningmarknadsfonder. Samrådet visar att sådana alternativ i stället skulle kunna leda till en minskning av de totala tillgångar som penningmarknadsfonden förvaltar, vilket skulle kunna beröva realekonomin ett viktigt verktyg för kortfristig finansiering. De alternativ som begränsar uttagsmöjligheterna leder i sin tur till oro för kontracykliska effekter, som inte skulle minska systemrisken utan i stället öka den.

Genom att öka portföljens likviditet och samtidigt se till att portföljen är tillräckligt diversifierad och inte har investeringar i tillgångar av låg kvalitet blir det lättare att uppnå målet att öka penningmarknadsfondernas förmåga att klara uttag. Å ena sidan kommer investerarna att kunna dra nytta av ökad tillgång till likviditet och minskad risk, och å andra sidan kommer detta att öka fondens förmåga att klara många samtidiga uttag. Kostnaderna för dessa alternativ tycks vara ganska måttliga, eftersom de flesta penningmarknadsfonder redan utarbetat interna regler i just den riktningen. Följderna för marknaden för kortfristiga skuldpaper verkar också hanterbara, eftersom endast en mycket liten andel av tillgångarna investeras i den långa delen av den korta avkastningskurvan. En policy som innebär att man räknar med stora uttagsorder kommer inte i sig att förhindra massiva rusningar, men det är ett användbart verktyg för att hantera in- och utflöden och kan genomföras till låg kostnad.

Operativt mål 2: alternativ som syftar till att öka öppenheten, säkerställa stabila värderingar och begränsa användningen av kreditbetyg är valda alternativ

Rent allmänt skulle alla de alternativ som analyserades öka den finansiella stabiliteten i olika utsträckning, men inget av alternativen skulle uppnå dessa resultat utan negativa effekter. De valda alternativen är de som uppnår den bästa balansen mellan finansiell stabilitet och kostnader.

En reformering av värderingsmetoden skulle återupprätta den uppenbara sanningen att penningmarknadsfonder är vanliga placeringsfonder som omfattas av kursvariationer. Användning av nettokostnadsmetoden efter avskrivningar och avrundningsmetoder skulle göra det möjligt för fonden att behålla en stabil kurs. Att kräva värdering till marknadsvärde skulle tydligt visa investerarna att det är de själva, inte fondens försörjare, som bär risken för investeringarna. Detta skulle minska eller till och med eliminera incitamenten för försörjaren att ge tillskott. Smittkanalen till försörjarna, banksystemet, skulle minska. Ett rörligt fondandelsvärde är därför det alternativ som hamnar på första plats när det gäller att stabilisera sektorn för penningmarknadsfonder, och i sin tur begränsa smittan till banksektorn. Men det går inte att utesluta att vissa investerare inte vill investera i penningmarknadsfonder med rörligt fondandelsvärde, vilket i sin tur skulle kunna leda till att sektorn minskar. Effekterna tycks mer begränsade för förvaltarna.

Eftersom det fortfarande råder viss tveksamhet när det gäller om alla investerare i penningmarknadsfonder skulle anpassa sig till en struktur med rörligt fondandelsvärde

kommer leverantörerna av penningmarknadsfonder ha möjlighet att behålla en fond med stabilt fondandelsvärde. Dock skulle en penningmarknadsfond med stabilt fondandelsvärde i så fall behöva en lämplig buffert, som ska finansieras av förvaltaren. En förvaltare av en stabil penningmarknadsfond, som väljer alternativet med ett rörligt fondandelsvärde och en buffert, skulle behöva finansiera en buffert som uppgår till minst 3 % av tillgångarna som förvaltas i penningmarknadsfonden. Att döma av de tillfällen då försörjare tvingades gå in med tillskott under krisen (123 tillfällen i penningmarknadsfonder i USA) uppgick tillskottet endast vid tre tillfällen till mer än 3 %. När Reserve Primary Fund föll 2008 förlorade fonden 3 % på grund av en exponering på 1,5 % i tillgångar i Lehman. Bufferten skulle inte ge innehavarna av andelar i så kallade penningmarknadsfonder med fast fondandelsvärde (constant NAV MMF) fullständig garanti, men med den här nivån uppnår man en balans mellan behovet av en stabil och säker metod för denna fondmodell och förvaltarnas finansieringskapacitet.

Alternativet med rörligt fondandelsvärde har den fördelen att det hanterar systemrisken på ett mycket effektivt och enkelt sätt, men alternativet som kombinerar de två systemen innebär att man tar hänsyn till det faktum att det kan rubba finansieringen av EU:s ekonomi om alla penningmarknadsfonder måste ha rörligt fondandelsvärde.

Även om ett stabilt fondandelsvärde med lämplig buffert är det näst bästa alternativet efter rörligt fondandelsvärde kan ovan nämnda kombination av de två alternativen vara att rekommendera i åtstramningstider, för att säkerställa att den allmänna policyn med rörligt fondandelsvärde inte orsakar onödiga avbrott i den kortfristiga finansieringen av ekonomin i EU.

Förvaltarna måste för att tillgodose kravet på öppenhet öka sin öppenhet gentemot investerarna. Problemet med massiva rusningar efter en nedgradering av kreditbetyget kan bara lösas genom att begränsa användningen av kreditbetyg, åtminstone på fondnivå.

Konsekvenser för tredje land

Arbetet med skuggbanksektorn är internationellt. Ioscós rekommendationer rörande penningmarknadsfonder, samt stödet från FSB, kräver genomförande i alla G20-länder. Det är särskilt viktigt att se till att de reformer som omfattar penningmarknadsfondernas likviditet och stabilitet tillämpas på ett enhetligt sätt, i syfte att undvika regelarbitrage och smitta över jurisdiktionsgränserna. Därför speglar de aktuella alternativen i denna konsekvensbedömning Ioscós och FSB:s rekommendationer.

USA, som har världens största marknad för penningmarknadsfonder, kräver särskild uppmärksamhet. Marknaderna för penningmarknadsfonder i EU och USA är sammankopplade. Penningmarknadsfonder som är baserade i USA är viktiga investerare i penningmarknadsinstrument som emitteras i EU. På samma sätt är penningmarknadsfonder som är baserade i EU viktiga investerare i penningmarknadsinstrument som emitteras i USA. Penningmarknadsfonder på båda sidor Atlanten utgör en viktig finansieringskälla, inte bara för företagsemitter och banker på den egna kontinenten utan även för enheter på den andra kontinenten. Myndigheterna i USA arbetar också med att reformera penningmarknadsfonderna. En nära dialog med USA har inletts i syfte att anpassa de kommande faserna i regleringsarbetet.

7. ÖVERVAKNING OCH UTVÄRDERING

En utvärdering i efterhand av alla nya lagstiftningsåtgärder är en prioritet för kommissionen. En fullständig utvärdering av den nya förordningen kommer med andra ord att göras för att bland annat bedöma dess effektivitet när det gäller att uppnå de mål som redovisas i denna rapport och avgöra om det behövs några nya åtgärder eller ändringar.

När det gäller indikatorer och informationskällor som kan komma att användas under utvärderingen kommer data från olika källor att användas. Syftet är att övervaka penningmarknadsfondernas likviditetsnivå, tillgångstyper, tillgångsemittenter och investerare. Baserat på dessa indikatorer kommer det att bli möjligt att dra slutsatser om effekterna av reformerna på den finansiella stabiliteten.