



EVROPSKA
KOMISIJA

Bruselj, 4.9.2013
SWD(2013) 316 final

DELOVNI DOKUMENT SLUŽB KOMISIJE

POVZETEK OCENE UČINKA

Spremni dokument

k predlogu uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o skladih denarnega trga

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

1. UVOD

Skladi denarnega trga (v nadaljnjem besedilu: SDT) so v Evropi pomemben vir kratkoročnega financiranja za finančne institucije, podjetja in vlade. SDT imajo v Evropi v lasti približno 22 % kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev, ki jih izdajo vlade ali podjetniški sektor. SDT imajo v lasti tudi 38 % kratkoročnih dolžniških instrumentov, ki jih je izdal bančni sektor EU¹. Na strani povpraševanja so SDT instrument za kratkoročno upravljanje denarnih sredstev, ki zagotavlja visoko stopnjo likvidnosti, diverzifikacijo, stabilnosti vrednosti in tržnega donosa. SDT uporabljajo zlasti gospodarske družbe, ki bi rade kratkoročno naložile presežna denarna sredstva, na primer do večjega izdatka, kot je izplačilo plač. Zato so SDT bolj kot kateri koli drug investicijski sklad ključna povezava med povpraševanjem in ponudbo kratkoročnih denarnih sredstev.

SDT upravljajo sredstva v višini približno 1 000 milijard EUR in spadajo v kategorijo skladov, ki se razlikujejo od vseh drugih vzajemnih skladov. Večina SDT, tj. 80 % sredstev in 60 % skladov, deluje v skladu s pravili iz direktive o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP). Povprečna velikost SDT močno presega povprečno velikost sklada KNPVP. Posamezen SDT lahko na primer doseže velikost 50 milijard EUR.

Sistemske posledice SDT ter njihova medsebojna povezanost z izdajatelji in bančnimi sponzorji so ključnega pomena v mednarodnem delu na področju bančništva v senci. Odbor za finančno stabilnost (FSB) in druge institucije, kot sta Mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev (IOSCO) in Evropski odbor za sistemska tveganja (ESRB), so analizirali SDT in njihove sistemske posledice. SDT, zlasti tisti, ki ohranjajo stabilno ceno za delež, so bili izključeni zaradi svojih značilnosti, ki spominjajo na depozite.

2. OPREDELITEV PROBLEMA

SDT so primeren instrument za investitorje, ker imajo podobne značilnosti kot bančni depoziti, tj. omogočajo takojšen dostop do likvidnosti in stabilno vrednost. Investitorji štejejo SDT za varno in bolj razpršeno alternativo bančnim depozitom. Vendar so SDT dejansko le klasični investicijski skladi s tveganji, ki so neločljivo povezana z naložbami. Zato v primeru, ko se cene sredstev, v katera so vloženi SDT, začnejo zmanjševati, zlasti v izjemnih tržnih pogojih, SDT ne more vedno izpolniti zagotovila za takojšnji odkup in ohranitev vrednosti enote ali deleža, ki ga je SDT izdal investitorjem. Nekateri skladi lahko zagotovijo podporo sponzorjev in s tem „okrepijo“ vrednosti deležev, medtem ko drugi morda nimajo kapitala, potrebnega za to. Pomanjkljivost tega je, da bodo investitorji zahtevali odkup, takoj ko bodo zaznali tveganje, da SDT morda ne bodo zagotovili obljubljenе likvidnosti in stabilnega odkupa, kar lahko povzroči t. i. „beg“ investitorjev.

Za beg investitorjev so značilne množične in nenadne zahteve za odkup, ki jih predložijo večje skupine investitorjev, ki želijo preprečiti izgube in opraviti odkup po čim višji ceni.

¹ V Franciji je v STD 45 % potrdil o depozitih, ki so jih izdale banke, in 35 % potrdil, ki so jih izdale nefinančne gospodarske družbe.

Beg investorjev je sistemsko pomemben, ker SDT sili v hitro prodajo sredstev, da bi lahko izpolnili neporavnane zahteve za odkup. Trend odkupovanja sam po sebi pospešuje znižanje neto vrednosti sredstev (NVS) iz sklada, zaradi česar se povečujeta upad NVS in strah, da je denarni trg kot celota nestabilen.

Problemi, povezani z begom investorjev, so sistemski zaradi: (1) tesne povezanosti SDT z realnim gospodarstvom in (2) njihove povezanosti s sponzorji. Poleg tega SDT vključuje tudi vidik zaščite investorjev, saj so investitorji, ki se za odkup odločijo pozneje, v neugodnem položaju v primerjavi z investitorji, ki se za odkup odločijo prej.

Trg SDT je zgoščen v nekaj državah članicah, pri čemer predstavljajo Francija, Irska in Luksemburg več kot 95 % trga v smislu upravljanih sredstev. Trg je kljub temu močno povezan z drugimi državami zaradi visokega deleža čezmejnih naložb in investorjev ter čezmejne razširitve negativnih vplivov med SDT in njihovimi sponzorji, ki imajo sedež v drugih državah kot SDT.

Razširitev negativnih vplivov na realno gospodarstvo

Likvidnost SDT med krizo ni bila dovolj velika, da bi bilo mogoče izpolniti vse zahteve za odkup. Zato so nekateri skladi zavrnili odkup ali uporabili druge omejitve. Če investitorji nimajo možnosti kratkoročnih naložb v SDT, lahko to negativno vpliva na izdajatelje, ki so odvisni od kratkoročnega financiranja prek SDT. Ker imajo SDT osrednjo vlogo pri kratkoročnem financiranju subjektov, kot so banke, podjetja ali vlade, lahko beg investorjev iz SDT povzroči širše makroekonomske posledice. Medtem ko banke predstavljajo največji del (85 %) od 1 000 milijard EUR, izdanih SDT, vlade predstavljajo približno 10-odstotni delež in podjetja približno 5-odstotni delež. Vlade in zelo velika podjetja uporabljajo denarni trg kot sredstvo za pridobitev kratkoročnega financiranja poleg kreditnih linij bank. Zato bi lahko vsaka razširitev negativnega vpliva na trg kratkoročnega financiranja pomenila tudi velike neposredne težave za financiranje „realnega gospodarstva“.

Razširitev negativnih vplivov na sponzorje

SDT, zlasti tisti, ki zagotavljajo odkup po stabilni ceni za delež, so že od nekdaj odvisni od diskrecijskega kapitala sponzorjev, s katerim ohranjajo NVS v času zmanjševanja njihove vrednosti. Sponzorji SDT se lahko odločijo zagotoviti podporo, da bi nadomestili zmanjšano NVS svojega sklada. Sponzorji morajo svoje SDT pogosto podpreti, ker se bojijo, da bi vse nižja NVS njihovih SDT zaradi tveganja izgube poslovnega ugleda povzročila paniko, ki bi se lahko razširila na druge posle sponzorja. Za sponzorje bank je tveganje še resnejše, ker bi se lahko panika razširila na krog malih vlagateljev v banke, kar bi lahko povzročilo neizpolnjevanje obveznosti bank.

Med krizo je bilo ugotovljenih več primerov podpore sponzorjev.

Sponzorji pa pogosto niso pripravljeni na take razmere, ker „implicitno“ jamstvo ni evidentirano kot izrecno jamstvo. Kapitalske rezerve, s katerimi bi se pokrila podpora sponzorjev, niso pripravljene. Zato lahko podpora sponzorjev glede na velikost sklada in obseg pritiska, povezanega z odkupom, preseže njihove razpoložljive rezerve. Največji ponudniki SDT upravljajo več kot 250 milijard EUR sredstev SDT po vsem svetu, pri čemer v nekaterih primerih njihova razpoložljiva denarna sredstva v bilanci stanja znašajo le nekaj sto milijonov.

Nepoštena obravnava investitorjev

V primeru bega se ob vsaki zahtevi za odkup cena sklada zmanjša, ker je sklad primoran prodati sredstva z večjimi likvidnostnimi stroški. To pomeni prednost za prve investitorje, ki se odločijo za odkup, pri čemer morajo stroške, povezane s prvimi odkupi, kriti investitorji, ki se za odkup odločijo pozneje (pogosto mali investitorji). Zato se denar prenaša od investitorjev, ki se za odkup odločijo pozneje, do investitorjev, ki se za odkup odločijo prej. Stroški odkupa imajo lahko znatne negativne posledice za investitorje, ki se za odkup odločijo pozneje, ker je lahko razlika pred odkupom in po njem znatna.

Posledice

Ker so denarni trg in sponzorji sistemsko pomembni, so lahko vlade prisiljene posredovati, kadar denarnemu trgu grozi kriza. Organi ZDA so pripravili načrt, na podlagi katerega bo zagotovljeno jamstvo za vsa denarna sredstva, vložena v SDT. Tudi javni organi v Evropi so morali posredovati, da bi ustavili razširitev negativnih vplivov: Nemčija je sprejela zakon za stabilizacijo trga, Luksemburg pa je napovedal, da bo sprejel vse ukrepe, ki so potrebni na stabilizacijo nacionalnih SDT. Različni odzivi evropskih subjektov niso prispevali h krepitvi stabilnosti evropskega trga kot celote, ker so spodbudili premike denarnih sredstev investitorjev v SDT, ki jim je tako jamstvo koristilo.

Posledice, povezane z likvidacijo SDT, so lahko zelo moteče za investitorje, ker se lahko odkupi prekinejo za zelo dolgo časovno obdobje, pri čemer bo točna višina končnega povrnjenega zneska prav tako dolgo negotova. Pri podjetjih, ki so svoj denar vložila v SDT, lahko prekinitev povzroči nezmožnost kritja načrtovanih odhodkov iz poslovanja, kot je izplačilo plač.

3. ANALIZA SUBSIDIARNOSTI

Nacionalni regulativni pristopi so nujno omejeni na zadevno državo članico. Zakonska ureditev profila produkta in likvidnosti SDT na nacionalni ravni pomeni le tveganje, da se bodo različni produkti prodajali kot SDT. To bi povzročilo zmedo med investitorji in oviralo vzpostavitev enakih konkurenčnih pogojev po vsej Uniji za subjekte, ki ponujajo SDT profesionalnim ali malim investitorjem. Različni nacionalni pristopi, povezani z osnovnimi značilnostmi SDT, bi povečali tudi tveganje za čezmejno širjenje negativnih vplivov, zlasti kadar imajo izdajatelji in SDT sedež v različnih državah članicah.

Ker ima veliko upraviteljev SDT v Evropi sedež v drugih državah članicah, kot v tistih, kjer se tržijo skladi, je vzpostavitev trdnega okvira bistvena, da se prepreči čezmejna razširitev negativnih vplivov med SDT in njegovim sponzorjem. To je zlasti pomembno, ko ima sponzor sedež v državi članici, ki morda nima proračunskih sredstev, da bi jamčila za sponzorja, ki ne izpolnjuje svojih obveznosti. Ker ima večina SDT sedež v dveh jurisdikcijah EU (na Irskem in v Luksemburgu), v katerih nima sedeža nobena sponzorska banka, je čezmejna razsežnost sponzorske podpore posebej pomembna.

Zato so potrebni ukrepi na ravni EU.

4. CILJI

Splošna cilja sta:

- (1) okrepitev finančne stabilnosti na notranjem trgu in
- (2) večja zaščita investorjev v SDT.

Za doseganje teh splošnih ciljev je treba uresničiti naslednje bolj specifične cilje politike:

- (1) preprečitev tveganja razširitve negativnih vplivov na realno gospodarstvo;
- (2) preprečitev tveganja razširitve negativnih vplivov na sponzorje in
- (3) ublažitev slabšega položaja investorjev, ki se za odkup odločijo pozneje, zlasti ob upoštevanju odkupov v izjemnih tržnih pogojih.

Za doseganje zgornjih specifičnih ciljev je treba izpolniti naslednja operativna cilja:

- (1) zagotovitev ustrezne likvidnosti sklada za izpolnitev investorjevih zahtev za odkup in
- (2) preoblikovanje strukture SDT, ki bo zagotavljala stabilnost tudi v neugodnih tržnih pogojih.

5. MOŽNOSTI POLITIKE

Za izpolnitev prvega operativnega cilja (zagotovitev ustreznih ravni likvidnosti SDT) so službe Komisije analizirale različne možnosti politike, ki zajemajo naslednje vidike: tri različne mehanizme provizij za odkup ali omejitev, možnost likvidnostnega blažilnika, možnost v zvezi s kakovostjo in diverzifikacijo sredstev ter možnosti priprave profilov strank SDT.

Za izpolnitev drugega operativnega cilja (priprava SDT na neugodne tržne pogoje) so službe Komisije analizirale možnosti politike, ki so povezane z naslednjimi vidiki: možnostjo v zvezi s preglednostjo, dvema možnostma vrednotenja, pri katerih je potrebna variabilna NVS, dvema možnostma, ki uvajata blažilnike NVS, možnostjo v zvezi s statusom banke, možnostjo, ki združuje variabilno NVS in blažilnik NVS, ter možnostjo v zvezi z bonitetno oceno.

6. OCENA UČINKOV IZBRANIH MOŽNOSTI

Operativni cilj 1: izbrani sta možnosti, katerih cilj sta povečanje likvidnosti in izvajanje politike „poznavanja lastnih strank“

Da bi se lahko zagotovila ustrezna likvidnost sklada za izpolnitev zahtev investorja za odkup, sta najprimernejši možnosti povečanja likvidnosti sredstev portfelja in izvajanja politike „poznavanja lastnih strank“. Po drugi strani bi tri možnosti, ki temeljijo na uvedbi provizij za odkup ali omejitev, znatno zmanjšale privlačnost SDT za investitorje. Na podlagi posvetovanj je bilo ugotovljeno, da bi lahko take možnosti posledično povzročile zmanjšanje skupnih sredstev, ki jih upravljajo SDT, zaradi česar bi realno gospodarstvo izgubilo pomemben instrument za kratkoročno financiranje. Poleg tega se

pri teh možnostih, ki omejujejo možnosti odkupa, postavlja vprašanje o možnem proticikličnem učinku, ki sistemskega tveganja ne bi zmanjšal, ampak bi ga povečal.

Zmožnost SDT za izpolnitev odkupov se bo povečala, če se poveča likvidnost portfelja ter hkrati zagotovi, da je portfelj ustrezno diverzificiran in ni vložen v nizkokakovostna sredstva. Po eni strani bodo imeli investitorji boljši dostop do likvidnosti in manjše tveganje, po drugi strani pa se bo s tem povečala zmožnost skladov, da izpolnijo zahteve za večje odkupe. Stroški teh možnosti se zdijo razmeroma majhni, ker je večina SDT že pripravila notranja pravila, ki so v skladu z navedenim. Tudi posledice za trg kratkoročnih dolžniških instrumentov se zdijo obvladljive, ker je le zelo majhen delež sredstev vložen z daljšo ročnostjo na krivulji kratkoročnega donosa. Politika predvidevanja zahtev za večje odkupe sama po sebi ne bo preprečila množičnega bega, vendar predstavlja koristen instrument za upravljanje prilivov in odlivov, ki se lahko začne izvajati z majhnimi stroški.

Operativni cilj 2: izbrane so možnosti, katerih cilj je povečanje preglednosti, zagotovitev stabilnih vrednotenj in omejitev uporabe bonitetnih ocen

Na splošno bi vse analizirane možnosti z različnimi stopnjami povečale finančno stabilnost, vendar nobena teh rezultatov ne bi dosegla brez negativnih učinkov. Izbrane možnosti zagotavljajo najboljše ravnotežje med finančno stabilnostjo in stroški.

Reforma metodologije vrednotenja bo ponovno izpostavila očitno dejstvo, da so SDT običajni vzajemni skladi, ki so odvisni od nihanja cen. Uporaba odplačne vrednosti in metode zaokroževanja omogoča, da sklad ohrani stabilno ceno. Obvezno vrednotenje po tekočih tržnih cenah bo investitorjem jasno pokazalo, da so za svoje naložbe odgovorni sami in ne sponzor sklada. To bo omejilo ali celo odpravilo spodbudo, da mora podpora zagotoviti sponzor. Razširitev negativnih vplivov na sponzorje, tj. bančni sistem, bi se zmanjšalo. Spreminjanje NVS je zato možnost, ki bi najbolj prispevala k stabilizaciji sektorja SDT in s tem k omejitvi razširitve negativnih vplivov na bančni sektor. Vendar ni mogoče izključiti, da nekateri investitorji morda ne želijo vlagati v spreminjajoče se SDT, kar bi lahko nazadnje privedlo do zmanjšanja sektorja SDT. Učinki na upravitelje se zdijo bolj omejeni.

Ker ni povsem verjetno, da se bodo vsi investitorji v SDT prilagodili variabilni strukturi NVS, bo imel ponudnik SDT možnost ohraniti sklad s stabilno NVS. Vendar bo moral SDT s stabilno NVS imeti ustrezni blažilnik NVS, ki ga bo moral financirati upravitelj. V okviru možnosti, ki združuje variabilno NVS in blažilnik NVS, bo moral upravitelj stabilnih SDT financirati blažilnik v višini vsaj 3 % upravljanih sredstev iz SDT. Glede na ugotovljene primere podpore sponzorjev med krizo (123 primerov v zvezi s SDT v ZDA) je bila podpora le v 3 primerih višja od 3 %. Ko sklad Reserve Primary Fund leta 2008 ni izpolnil obveznosti, je izgubil 3 % na 1,5-odstotno izpostavljenost sredstvom Lehman. Blažilnik ne bo zagotovil polnega jamstva imetnikom SDT s konstantno neto vrednostjo sredstev (SDT KNVS), vendar ta raven zagotavlja ravnovesje med potrebo po trdnem in varnem modelu KNVS in finančnimi zmogljivostmi upraviteljev.

Medtem ko je prednost možnosti z variabilno NVS učinkovito in enostavno obravnavanje sistemskih tveganj, možnost, ki združuje oba sistema, potrjuje, da bi lahko bilo za splošno financiranje evropskega gospodarstva moteče, če bi morali vsi SDT spreminjati NVS.

Čeprav je stabilna NVS z ustreznimi blažilniki NVS druga najboljša alternativa variabilni NVS, se lahko priporoči zgornja združitev obeh možnosti pod strogimi pogoji, da se zagotovi, da splošna politika variabilne NVS ne bo neupravičeno motila splošnega kratkoročnega financiranja evropskega gospodarstva.

Da bi upravitelji v zvezi z izbrano metodo delovali pregledno, bodo morali povečati svojo preglednost za investitorje. Vprašanje množičnega bega po znižanju bonitetne ocene se lahko obravnava le z omejeno uporabo ocen, vsaj na ravni sklada.

Učinek na tretje države

Dejavnosti na področju bančništva v senci so mednarodne. Priporočila združenja IOSCO glede SDT, ki jih je potrdil Odbor za finančno stabilnost, je treba izvajati v vseh jurisdikcijah skupine G-20. Zlasti pomembno je zagotoviti, da se predvidene reforme glede likvidnosti in stabilnosti SDT uporabljajo enotno, da se preprečita regulativna arbitraža in razširitev negativnih vplivov med različnimi jurisdikcijami. Možnosti, ki so izbrane v tej oceni učinka, zato izražajo priporočila združenja IOSCO in Odbora za finančno stabilnost.

Posebno pozornost je treba nameniti ZDA kot največjemu trgu SDT. Trga SDT v Evropi in ZDA sta medsebojno povezana. SDT iz ZDA so pomembni investitorji v instrumente denarnega trga, izdane v Evropi. Nasprotno pa so SDT iz EU pomembni investitorji v instrumente denarnega trga, izdane v ZDA. Kot taki so SDT z obeh strani Atlantika pomemben vir financiranja za podjetniške izdajatelje in banke na lastni celini ter za subjekte na drugi celini. V procesu reforme SDT sodelujejo tudi organi ZDA. Z ZDA je bil vzpostavljen tesen dialog, da bi se uskladile naslednje faze sprejemanja predpisov.

7. SPREMLJANJE IN VREDNOTENJE

Naknadno vrednotenje vseh novih zakonodajnih ukrepov je prednostna naloga Komisije. Naslednja uredba bo v celoti ovrednotena, da se med drugim oceni, kako uspešna in učinkovita je v smislu doseganja ciljev iz tega poročila, ter določi, ali so potrebni novi ukrepi ali spremembe.

Kot kazalniki in viri informacij, ki bi se lahko uporabili med vrednotenjem, bodo uporabljeni podatki iz različnih virov. Uporabili se bodo za spremljanje ravni likvidnosti, vrst sredstev, izdajateljev sredstev in investitorjev v SDT. Na podlagi teh kazalnikov bo mogoče sklepati o učinkih reforme na finančno stabilnost.