COMISIA
EUROPEANĂ

Bruxelles, 4.9.2013
SWD(2013) 316 final

DOCUMENT DE LUCRU AL SERVICIILOR COMISIEI

REZUMATUL ANALIZEI IMPACTULUI

care însoţeşte documentul

Propunere de Regulament al Parlamentului European şi al Consiliului privind fondurile de piaţă monetară

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

1. INTRODUCERE

În Europa, fondurile de piață monetară (FPM) reprezintă o sursă importantă de finanțare pe termen scurt pentru instituții financiare, întreprinderi și guverne. Aproximativ 22 % din titlurile de creanță pe termen scurt emise de guverne sau de sectorul întreprinderilor din Europa sunt deținute de FPM. Aceste fonduri dețin 38 % din datoria pe termen scurt emisă de sectorul bancar din UE[1]. Din punct de vedere al cererii, FPM reprezintă un instrument de gestionare pe termen scurt a trezoreriei care oferă un grad ridicat de lichiditate, diversificare și stabilitate a valorii, precum și un randament de piață ridicat. FPM sunt folosite în principal de către întreprinderile care doresc să își investească excedentul de numerar pentru un interval de timp scurt, de exemplu, până la scadența unor cheltuieli majore, cum ar fi plata salariilor. Prin urmare, FPM, mai mult decât oricare alt fond de investiții, reprezintă o legătură esențială între cererea și oferta de bani pe termen scurt.

Cu active în gestiune de aproximativ 1 000 de miliarde EUR, FPM reprezintă o categorie de fonduri distincte de toate celelalte fonduri mutuale. Majoritatea FPM, 80 % din active și 60 % din fonduri, funcționează conform normelor prevăzute de Directiva privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM). Dimensiunea medie a unui FPM depășește cu mult dimensiunea medie a unui fond OPCVM. De exemplu, un FPM individual poate ajunge la o valoare de 50 de miliarde EUR.

Implicațiile sistemice ale FPM, precum și interconexiunea acestora cu emitenții și sponsorii lor bancari s-au situat în centrul activității internaționale privind sectorul bancar paralel. Consiliul pentru Stabilitate Financiară (FSB) și alte instituții, cum ar fi Organizația Internațională a Comisiilor de Valori Mobiliare (IOSCO) și Comitetul european pentru risc sistemic (CERS), au analizat FPM și implicațiile lor sistemice. FPM, în special FPM care mențin un preț stabil al acțiunilor, au fost evidențiate datorită caracteristicilor lor similare depozitelor.

2. DEFINIREA PROBLEMEI

FPM reprezintă un instrument convenabil pentru investitori deoarece acestea oferă caracteristici similare depozitelor bancare: accesul instantaneu la lichidități și stabilitatea valorii. Investitorii consideră FPM o alternativă sigură și mai diversificată la depozitele bancare. Cu toate acestea, în realitate, FPM nu sunt nimic altceva decât fonduri de investiții clasice, cu riscurile inerente asociate investițiilor. Prin urmare, atunci când prețurile activelor în care sunt investite FPM încep să scadă, mai ales în timpul situațiilor de criză a pieței, FPM nu își pot ține întotdeauna promisiunea de a răscumpăra imediat și de a conserva valoarea unității sau a acțiunii emise de FPM investitorilor. Unele fonduri ar putea „susține” valorile acțiunilor prin acordarea de sprijin din partea sponsorului, în timp ce altele s-ar putea să nu aibă capitalul necesar pentru a face acest lucru. Dezavantajul este că investitorii, de îndată ce percep riscul că FPM ar putea să nu își țină promisiunea de lichiditate și de răscumpărare la prețuri stabile în orice moment, se vor retrage, ceea ce poate conduce la o așa-numită „fugă” sau retragere masivă a investitorilor.

---

[1] În Franța, FPM dețin 45 % din certificatele de depozit emise de bănci și 35 % din certificatele emise de societăți nefinanciare.

Retragerile masive ale investitorilor sunt caracterizate de cereri masive și bruște de răscumpărare din partea unui grup mare de investitori care doresc să evite pierderile și să poată răscumpăra la cel mai mare preț posibil. Retragerile masive ale investitorilor au relevanță sistemică întrucât forțează FPM să își vândă rapid activele pentru a satisface cererile de răscumpărare restante. Însăși spirala de răscumpărări accelerează scăderea valorii activului net (VAN) al fondului, accentuând astfel scăderile VAN și teama că piața monetară în ansamblul său este instabilă.

Problemele legate de retragerile masive ale investitorilor sunt de natură sistemică din cauza: (1) legăturilor strânse ale FPM cu economia reală și a (2) legăturii acestora cu sponsorii. În plus, retragerile masive din FPM prezintă, de asemenea, o dimensiune de protecție a investitorilor deoarece cei care răscumpără târziu sunt implicit dezavantajați în comparație cu primii răscumpărători.

Piața FPM este concentrată în câteva state membre, Franța, Irlanda și Luxemburg reprezentând peste 95 % din piață în ceea ce privește activele în gestiune. Cu toate acestea, piața este foarte interconectată cu alte țări ca o consecință a proporției mari de investiții și de investitori transfrontalieri, precum și a legăturii transfrontaliere de contagiune între FPM și sponsorul acestora stabilit într-o altă țară.

Contagiunea economiei reale

În timpul crizei, lichiditatea FPM nu a fost suficientă pentru a satisface toate cererile de răscumpărare. Din această cauză, unele fonduri au suspendat răscumpărările sau au utilizat alte restricții. Privarea investitorilor de investițiile pe termen scurt în FPM ar putea avea repercusiuni asupra emitenților care se bazează pe finanțarea pe termen scurt prin intermediul FPM. Dat fiind că FPM joacă un rol central în finanțarea pe termen scurt a unor entități cum ar fi băncile, întreprinderile sau guvernele, retragerile masive ale investitorilor din FPM pot avea consecințe macroeconomice mai ample. În timp ce băncile reprezintă cea mai mare parte (85 %) din cele 1 000 de miliarde EUR emise prin FPM, guvernele reprezintă aproximativ 10 %, iar societățile circa 5 %. Guvernele și întreprinderile foarte mari folosesc piața monetară ca mijloc de a obține finanțare pe termen scurt, pe lângă liniile de credit bancar. Prin urmare, orice contagiune a pieței de finanțare pe termen scurt ar putea provoca, de asemenea, dificultăți directe și majore pentru finanțarea „economiei reale”.

Contagiunea sponsorilor

FPM, în special cele care promit răscumpărarea acțiunilor la un preț stabil, s-au bazat în trecut pe capitalul discreționar al sponsorului pentru a-și menține VAN în perioade de scădere a valorii activelor. Sponsorii FPM pot decide să ofere sprijin pentru a compensa scăderile VAN al fondului lor. Sponsorii sunt adesea forțați să sprijine FPM sponsorizate de aceștia de teamă că reducerea VAN al FPM, din cauza riscului reputațional, poate declanșa o panică ce ar putea afecta celelalte domenii de activitate ale sponsorului. Pentru sponsorii bancari, riscul este chiar mai grav deoarece panica s-ar putea răspândi la baza de clienți de retail ai băncii, ceea ce, la rândul său, ar putea aduce banca în incapacitate de plată.

În timpul crizei, s-au observat mai multe cazuri de sprijin acordat de sponsori.

Sponsorii sunt în mare măsură nepregătiți să facă față unor astfel de situații, întrucât garanția „implicită” nu este înregistrată ca o garanție explicită. Nu se constituie rezerve

de capital pentru a acoperi cazurile de sprijin din partea sponsorului. Prin urmare, în funcție de mărimea fondului și de gradul de presiune a răscumpărării, sprijinul sponsorului poate atinge proporții care depășesc rezervele imediat disponibile ale acestuia. Cei mai mari furnizori ai FPM gestionează peste 250 de miliarde EUR de active ale FPM în întreaga lume, în timp ce, în unele cazuri, numerarul disponibil în bilanțul lor contabil se ridică la doar câteva sute de milioane.

Tratamentul inechitabil al investitorilor

Într-o retragere masivă, fiecare ordin de răscumpărare face ca prețul fondului să scadă întrucât fondul este obligat să vândă active cu costuri de lichiditate din ce în ce mai mari. Aceasta creează un avantaj primului venit, iar cei care se retrag mai târziu (de multe ori micii investitori) trebuie să suporte costurile asociate răscumpărărilor anticipate. Se creează astfel un transfer de bani de la răscumpărătorii din urmă la primii răscumpărători. Costul de răscumpărare poate reprezenta un dezavantaj important pentru răscumpărătorii din urmă deoarece diferența înainte și după răscumpărare poate fi substanțială.

Consecințe

Dat fiind că piața monetară și sponsorii au relevanță sistemică, guvernele ar putea fi obligate să intervină atunci când piața monetară se confruntă cu o criză. Autoritățile americane au creat un plan pentru a garanta toți banii investiți în FPM. Autoritățile publice din Europa au fost, de asemenea, nevoite să intervină pentru a opri contagiunea: Germania a adoptat o lege pentru a stabiliza piața, iar Luxemburg a anunțat că va lua toate măsurile necesare pentru a stabiliza FPM naționale. Reacțiile diferite din partea entităților europene nu au dus la sporirea stabilității pieței europene în ansamblu, întrucât acestea au provocat transferuri ale banilor investitorilor către FPM care au beneficiat de o astfel de garanție.

Consecințele lichidării FPM pot fi extrem de perturbatoare pentru investitori deoarece răscumpărările vor rămâne suspendate pentru o perioadă de timp care poate fi foarte lungă, iar suma exactă recuperată în cele din urmă va rămâne incertă pentru o perioadă de timp la fel de lungă. În cazul întreprinderilor care plasează numerar într-un FPM, o suspendare poate conduce la incapacitatea de a efectua cheltuielile operaționale planificate, cum ar fi plata salariilor.

3. ANALIZA SUBSIDIARITĂȚII

Abordările naționale în materie de reglementare sunt limitate în mod inerent la statul membru în cauză. Reglementarea profilului de produs și de lichiditate al unui FPM numai la nivel național implică riscul ca produse diferite să fie vândute ca FPM. Această situație ar crea confuzie în rândul investitorilor și ar împiedica apariția unor condiții de concurență echitabile la nivelul Uniunii pentru cei care oferă FPM investitorilor profesioniști sau micilor investitori. De asemenea, abordările naționale diferite referitoare la caracteristicile esențiale ale unui FPM ar crește riscul de contagiune transfrontalieră, în special atunci când emitenții și FPM sunt situate în state membre diferite.

În plus, deoarece o mare parte din operatorii care oferă FPM în Europa sunt stabiliți în alte state membre decât cele în care sunt comercializate fondurile, crearea unui cadru solid este esențială pentru a evita contagiunea transfrontalieră între un FPM și sponsorul

acestuia. Acest lucru este deosebit de grav în cazul în care sponsorul se află într-un stat membru care s-ar putea să nu dețină resursele bugetare necesare pentru a salva un sponsor care nu își poate achita obligațiile. Întrucât FPM au sediul principal în două jurisdicții UE (Irlanda și Luxemburg), ambele fiind jurisdicții în care nu își are sediul nicio bancă sponsor, dimensiunea transfrontalieră a sprijinului din partea sponsorului devine esențială.

Prin urmare, este necesară o acțiune la nivel european.

4. OBIECTIVE

Obiectivele generale sunt:

(1) consolidarea stabilității financiare în cadrul pieței interne;

(2) creșterea protecției investitorilor în FPM.

Atingerea obiectivelor generale necesită realizarea următoarelor obiective de politică mai specifice:

(1) prevenirea riscului de contagiune a economiei reale;

(2) prevenirea riscului de contagiune a sponsorului;

(3) reducerea dezavantajelor pentru răscumpărătorii din urmă, în special pentru răscumpărările în condiții de criză a pieței.

Obiectivele specifice enumerate mai sus necesită realizarea următoarelor obiective operaționale:

(1) asigurarea faptului că lichiditatea fondului este adecvată pentru a face față cererilor de răscumpărare ale investitorilor;

(2) transformarea structurii FPM astfel încât promisiunea de stabilitate să poată rezista la condiții nefavorabile de piață.

5. OPȚIUNI DE POLITICĂ

Pentru îndeplinirea primului obiectiv operațional (asigurarea unui nivel adecvat de lichiditate a FPM), serviciile Comisiei au analizat diferite opțiuni de politică ce acoperă următoarele aspecte: trei mecanisme diferite de taxe sau restricții de răscumpărare, o opțiune referitoare la rezerva de lichidități, o opțiune referitoare la calitatea și diversificarea activelor și opțiuni privind „alcătuirea unui profil al clienților” FPM.

Pentru îndeplinirea celui de al doilea obiectiv operațional (asigurarea mijloacelor necesare pentru ca FPM să reziste la condiții nefavorabile de piață), serviciile Comisiei au analizat opțiuni de politică privind următoarele aspecte: o opțiune referitoare la transparență, două opțiuni referitoare la evaluare care necesită o VAN fluctuantă, două opțiuni care impun rezerve VAN, o opțiune referitoare la statutul băncii, o opțiune care combină o VAN fluctuantă și rezerva VAN, precum și o opțiune referitoare la rating.

6. EVALUAREA IMPACTURILOR OPȚIUNILOR REȚINUTE

Obiectivul operațional 1: sunt reținute opțiunile care vizează creșterea lichidității și „cunoaște-ți clienții”

Pentru a asigura faptul că lichiditatea fondului este adecvată pentru a face față cererilor de răscumpărare ale investitorilor, opțiunile privind creșterea lichidității activelor din portofoliu și punerea în aplicare a unei politici „cunoaște-ți clienții” sunt considerate cele mai eficiente. Cele trei opțiuni bazate pe impunerea unor taxe sau restricții de răscumpărare, pe de altă parte, ar reduce radical atractivitatea FPM pentru investitori. Consultarea arată că astfel de opțiuni ar putea conduce, la rândul lor, la o contracție a activelor totale gestionate de FPM, care ar priva economia reală de un instrument important de finanțare pe termen scurt. În plus, opțiunile care limitează posibilitățile de răscumpărare ridică probleme în ceea ce privește posibilul lor efect contraciclic, care nu ar diminua riscul sistemic, ci l-ar crește.

Prin creșterea lichidității portofoliului, asigurându-se în același timp că portofoliul este destul de diversificat și nu este investit în active de calitate scăzută, obiectivul de consolidare a capacității FPM de a face față răscumpărărilor este mai bine îndeplinit. Pe de o parte, investitorii vor beneficia de un acces mai bun la lichidități și de un risc scăzut, iar, pe de altă parte, aceasta va spori capacitatea fondului de a face față cererilor mari de răscumpărare. Costurile acestor opțiuni par relativ modeste, întrucât cele mai multe FPM au elaborat deja reguli interne în acest sens. Consecințele pe piața de datorii pe termen scurt par, de asemenea, ușor de gestionat deoarece numai o foarte mică parte din active sunt investite la capătul lung al curbei de randament pe termen scurt. Politica de anticipare a cererilor mari de răscumpărare nu va împiedica în sine retragerile masive, însă reprezintă un instrument util pentru gestionarea intrărilor și a ieșirilor și poate fi implementată cu un cost redus.

Obiectivul operațional 2: sunt reținute opțiunile care vizează creșterea transparenței, asigurând evaluări stabile și limitarea utilizării ratingurilor

În general, toate opțiunile analizate ar crește, în diferite grade, stabilitatea financiară, dar niciuna dintre opțiuni nu ar produce astfel de rezultate fără efecte negative. Opțiunile reținute sunt cele care asigură cel mai bun echilibru între stabilitatea financiară și costuri.

Reformarea metodologiei de evaluare va restabili adevărul evident că FPM sunt fonduri mutuale normale supuse fluctuațiilor de preț. Utilizarea metodei costului amortizat și a rotunjirii permite fondului să mențină un preț stabil. Cerința de utilizare a evaluării prin marcare la piață va indica în mod clar investitorilor că ei sunt cei care suportă riscul investițiilor, nu sponsorul fondului. Aceasta va reduce sau chiar va elimina stimulentele pentru sponsor de a oferi sprijin. S-ar reduce canalul de contagiune a sponsorilor, și anume sistemul bancar. Prin urmare, variația VAN este considerată cea mai eficientă opțiune pentru stabilizarea sectorului FPM și limitează, la rândul său, contagiunea sectorului bancar. Cu toate acestea, nu poate fi exclus faptul că anumiți investitori nu doresc să investească în FPM fluctuante, ceea ce ar putea conduce în cele din urmă la o contracție a sectorului FPM. Efectele asupra administratorilor par mai limitate.

Întrucât persistă îndoieli cu privire la faptul că toți investitorii în FPM se vor adapta la o structură fluctuantă a VAN, un furnizor de FPM va avea posibilitatea de a menține un fond cu o VAN stabilă. Cu toate acestea, un FPM cu o VAN stabilă ar trebui să beneficieze de o rezervă VAN adecvată, care să fie finanțată de către administrator. În cazul opțiunii care combină atât o VAN fluctuantă, cât și o rezervă VAN, administratorul

unui FPM stabil va trebui să finanțeze o rezervă în valoare de cel puțin 3 % din activele FPM în gestiune. Astfel cum arată evenimentele de sprijin din partea sponsorului observate în timpul crizei (123 de cazuri legate de FPM americane), doar în 3 cazuri sprijinul a fost mai mare de 3 %. Atunci când Reserve Primary Fund a încetat plățile, în 2008, acesta a pierdut 3 % pe expunerea de 1,5 % la activele Lehman. Rezerva nu va oferi o garanție completă deținătorilor de FPM cu o valoare a activului net constantă (VANC), dar acest nivel stabilește un echilibru între necesitatea de a avea un model robust și sigur de VANC și capacitățile de finanțare ale administratorilor.

În timp ce opțiunea VAN fluctuantă are meritul de a aborda riscurile sistemice într-un mod foarte eficient și simplu, opțiunea care combină cele două sisteme recunoaște faptul că ar putea fi perturbator pentru finanțarea generală a economiei europene dacă toate FPM ar fi obligate să își varieze VAN.

Chiar dacă o VAN stabilă cu rezerve VAN adecvate este o „a doua cea mai bună" alternativă în comparație cu o VAN fluctuantă, combinația de mai sus a ambelor opțiuni, în condiții stricte, poate fi recomandată pentru a asigura că politica generală de a varia VAN nu va provoca perturbări nejustificate ale finanțării generale pe termen scurt a economiei europene.

Pentru a fi transparenți cu privire la metoda aleasă, administratorii vor trebui să sporească transparența față de investitori. Problema retragerilor masive în urma unei retrogradări a ratingului de credit poate fi abordată numai prin limitarea utilizării ratingurilor, cel puțin la nivelul fondului.

Impactul asupra țărilor terțe

Activitatea în ceea ce privește sectorul bancar paralel are o dimensiune internațională. Recomandările IOSCO cu privire la FPM, precum și aprobarea acestora de către FSB, trebuie să fie puse în aplicare în fiecare jurisdicție G20. Este deosebit de important să se asigure că reformele avute în vedere în ceea ce privește lichiditatea și stabilitatea FPM sunt aplicate în mod uniform, pentru a evita arbitrajul de reglementare și contagiunea transjurisdicțională. Prin urmare, opțiunile reținute în prezenta evaluare a impactului reflectă recomandările IOSCO și FSB.

SUA, în calitate de cea mai mare piață de FPM din lume, necesită o atenție deosebită. Cele două piețe ale FPM, cea din Europa și cea din Statele Unite, sunt interconectate. FPM bazate în SUA sunt investitori importanți în instrumente ale pieței monetare emise în Europa. Invers, FPM din UE sunt investitori importanți în instrumente ale pieței monetare emise în SUA. Ca atare, FPM de pe ambele părți ale Atlanticului reprezintă o sursă de finanțare importantă nu numai pentru emitenții din sectorul întreprinderilor și pentru băncile de pe propriul continent, dar și pentru entitățile de pe celălalt continent. Autoritățile americane sunt, de asemenea, implicate într-un proces de reformă a FPM. S-a stabilit un dialog strâns cu SUA pentru a alinia fazele ulterioare de reglementare.

7. MONITORIZARE ȘI EVALUARE

Evaluarea ex-post a tuturor noilor măsuri legislative este o prioritate pentru Comisie. De asemenea, viitorul regulament va face obiectul unei evaluări complete pentru a verifica, printre altele, cât de eficient și de eficace a fost acesta în ceea ce privește atingerea

obiectivelor menționate în prezentul raport și pentru a decide dacă sunt necesare noi măsuri sau modificări.

În ceea ce privește indicatorii și sursele de informații care ar putea fi utilizate în timpul evaluării, vor fi folosite date din diferite surse. Acestea vor fi utilizate pentru a monitoriza nivelul de lichiditate, tipurile de active, emitenții activelor și investitorii în FPM. Pe baza acestor indicatori se vor putea extrage concluzii cu privire la impactul reformei asupra stabilității financiare.