



EUROPESE
COMMISSIE

Brussel, 4.9.2013
SWD(2013) 316 final

WERKDOCUMENT VAN DE DIENSTEN VAN DE COMMISSIE

SAMENVATTING VAN DE EFFECTBEOORDELING

bij

**Voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad inzake
geldmarktfondsen**

{ COM(2013) 615 final }

{ SWD(2013) 315 final }

1. INLEIDING

In Europa vervullen geldmarktfondsen ("money market funds" of MMF's) een belangrijke rol als bron voor kortetermijnfinanciering van financiële instellingen, ondernemingen en overheden. Ongeveer 22 % van de kortlopende schuldbewijzen die door overheden of door de ondernemingswereld in Europa zijn uitgegeven, zijn in handen van MMF's. MMF's bezitten 38 % van de kortlopende schuldbewijzen die door de Europese banksector zijn uitgegeven¹. Aan de vraagzijde vormen MMF's een instrument voor kortetermijnbeheer van kasmiddelen waarmee een hoge graad van liquiditeit, diversificatie, stabiliteit van waarde alsook markttrendement wordt bereikt. MMF's worden voornamelijk gebruikt door ondernemingen die hun overtollige kasmiddelen voor korte tijd wensen te beleggen, bijvoorbeeld totdat zij grote uitgaven, zoals lonen, moeten verrichten. Daarom vormen MMF's meer dan enig ander beleggingsfonds een cruciale verbinding waarin vraag en aanbod naar kortetermijnmiddelen samenkomen.

Met ongeveer 1 000 miljard EUR aan beheerde activa vertegenwoordigen MMF's een categorie fondsen die verschillend is van alle andere beleggingsfondsen. Wat hun werking betreft, volgt het merendeel van de MMF's, 80% van de activa en 60 % van het aantal fondsen, de regels van de richtlijn betreffende instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's). Een MMF is qua omvang gemiddeld veel groter dan een icbe-fonds. Een individueel MMF kan bijvoorbeeld een omvang van 50 miljard EUR bereiken.

MMF's hebben wegens hun systeemgevolgen en de sterke onderlinge verwevenheid met de uitgevende instanties en met de banksponsors een centrale plaats ingenomen in de internationale werkzaamheden rond schaduwbankieren. De Raad voor financiële stabiliteit (FSB) en andere instellingen zoals de Internationale Organisatie van Effectentoezichthouders (IOSCO) en het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB) hebben MMF's en de systeemgevolgen ervan onderzocht. MMF's en vooral MMF's die een vaste aandelenprijs hanteren, hebben bijzondere aandacht gekregen omdat zij kenmerken vertonen die op deposito's gelijk zijn.

2. PROBLEEMOMSCHRIJVING

MMF's vormen een handig instrument voor beleggers omdat de kenmerken die zij vertonen, analoog zijn aan die van bankdeposito's: ogenblikkelijke toegang tot liquiditeit en stabiliteit van waarde. Beleggers beschouwen MMF's als een veilig en meer gediversifieerd alternatief voor bankdeposito's. In werkelijkheid zijn MMF's echter niet meer dan klassieke beleggingsfondsen met de eigen risico's die aan beleggingen verbonden zijn. Wanneer de prijzen van de activa waarin de MMF's belegd zijn, een neerwaartse trend vertonen, vooral in onzekere marktomstandigheden, kan een MMF daarom niet altijd waarmaken waartoe het zich verbonden heeft, namelijk te zorgen voor onmiddellijke terugbetaling en veiligstelling van de waarde van het door het MMF aan de belegger afgegeven aandeel of deelnemingsbewijs. Sommige fondsen kunnen in staat zijn de aandelenwaarden overeind te houden door middel van sponsorsteun, terwijl

¹ In Frankrijk bezitten MMF's 45 % van de depositocertificaten van banken en 35 % van de certificaten van niet-financiële ondernemingen.

andere daartoe misschien niet het kapitaal hebben. De keerzijde is dat beleggers zullen terugkopen wanneer zij geconfronteerd worden met het risico dat de MMF's niet in staat zouden zijn te allen tijde te voldoen aan de verbintenis van liquiditeit en stabiele terugbetaling, hetgeen kan leiden tot een zogenoemde "run".

Een "investor run" wordt gekenmerkt door massale en plotselinge verzoeken om terugbetaling door een grote groep beleggers die verliezen willen vermijden en terugbetaald willen worden tegen de hoogst mogelijke prijs. Runs van beleggers zijn systeemrelevant omdat zij MMF's ertoe dwingen hun activa snel te verkopen om te voldoen aan uitstaande verzoeken om terugbetaling. De spiraal van terugbetalingen zelf versnelt de neergang van de intrinsieke waarde (Net Asset Value of NAV) van het fonds en versterkt de verdere achteruitgang in de NAV en de angst dat de geldmarkt in haar geheel onstabiel is.

De problemen in het geval van runs van beleggers zijn van systemische aard wegens: (1) de nauwe banden van MMF's met de reële economie, (2) de banden met sponsors. Daarnaast vervullen runs op MMF's ook een functie van bescherming van beleggers aangezien degenen die laat terugkopen, intrinsiek nadeel ondervinden in vergelijking met vroege terugkopers.

De MMF-markt is geconcentreerd in een beperkt aantal lidstaten, waarbij Frankrijk, Ierland en Luxemburg meer dan 95 % van de markt vertegenwoordigen wat beheerde activa betreft. De onderlinge marktconnecties met andere landen zijn niettemin zeer sterk gelet op de grote aantallen grensoverschrijdende beleggingen en beleggers en de grensoverschrijdende besmetting tussen de MMF's en hun sponsors die in andere landen gevestigd zijn.

Besmetting van de reële economie

Tijdens de crisis was de liquiditeit van MMF's niet toereikend om alle terugbetalingsverzoeken te voldoen. Dit heeft ertoe geleid dat sommige fondsen de terugbetalingen opschortten of andere restricties gebruikten. Beleggers de mogelijkheid tot kortlopende MMF-beleggingen ontzeggen kan repercussies hebben op uitgevende instellingen die afhankelijk zijn van kortetermijnfinanciering door middel van MMF's. Omdat MMF's een centrale rol spelen in de kortetermijnfinanciering van instanties zoals banken, ondernemingen of overheden, kan een run van beleggers op MMF's bredere macro-economische gevolgen hebben. Terwijl banken het grootste deel (85 %) van de 1 000 miljard EUR die aan MMF's is uitgegeven, voor hun rekening nemen, vertegenwoordigen overheden een aandeel van ongeveer 10 % terwijl ondernemingen om en bij de 5 % bezitten. Overheden en zeer grote ondernemingen gebruiken de geldmarkt als een middel voor kortetermijnfinanciering, naast kredietlijnen van de bank. Besmetting van de markt voor kortetermijnfinanciering kan dan ook rechtstreekse en aanzienlijke moeilijkheden opleveren voor de financiering van de "reële economie".

Besmetting van sponsors

MMF's en vooral MMF's die terugbetaling tegen een vaste aandelenprijs beloven, hebben historisch gezien vertrouwd op discretionair sponsorkapitaal van om hun NAV te handhaven wanneer deze waarden een dalende trend vertonen. MMF-financiers kunnen besluiten steun te verlenen om de daling van de NAV van hun fonds te compenseren. Sponsors worden vaak gedwongen hun gesponsorde MMF's te ondersteunen uit angst dat de dalende NAV van hun MMF's een paniek veroorzaakt die zich zou kunnen

verspreiden over de andere activiteiten van de sponsor. Voor banksponsors is het risico zelfs nijpender omdat de paniek zich zou kunnen verspreiden onder de retailcliënten van de bank, hetgeen op zijn beurt zou kunnen meebrengen dat de bank in gebreke moet blijven.

Tijdens de crisis werden verschillende gevallen van sponsorsteun vastgesteld.

Sponsors zijn allesbehalve voorbereid op dergelijke situaties omdat de “impliciete” waarborg niet wordt aangezien als een expliciete waarborg. Er worden geen kapitaalreserves opgebouwd om gevallen van sponsorsteun op te vangen. Naargelang van de omvang van het fonds en de intensiteit van de druk ten gevolge van terugbetalingen kan de sponsorsteun derhalve proporties aannemen die hun onmiddellijk beschikbare reserves te boven gaan. De grootste financiers van MMF's beheren wereldwijd meer dan 250 miljard EUR aan MMF-activa terwijl de onmiddellijk beschikbare kasmiddelen op hun balans slechts een paar honderd miljoen bedragen.

Oneerlijke behandeling van beleggers

In een run veroorzaakt elk verzoek om terugbetaling een daling in de prijs van het fonds omdat het fonds verplicht is activa met steeds verder stijgende liquiditeitskosten te verkopen. Voor de “first mover” brengt dit voordelen mee terwijl late uitstappers (vaak retailbeleggers) de kosten moeten dragen die aan vroege terugbetalingen zijn verbonden. Er vindt dus een overdracht van geld van late uitstappers naar vroege uitstappers plaats. De uitstapkosten kunnen voor de late uitstapper een aanzienlijk nadeel opleveren omdat er zich grote verschillen kunnen voordelen tussen de situatie vóór en na de terugbetaling.

Gevolgen

Omdat de geldmarkt en sponsors systeemrelevant zijn, kunnen overheden zich gedwongen zien op te treden wanneer de geldmarkt een crisis doormaakt. De Amerikaanse autoriteiten hebben een plan opgesteld om alle in MMF's belegde geldmiddelen te waarborgen. De Europese autoriteiten hebben eveneens moeten ingrijpen om de besmetting een halt toe te roepen: Duitsland nam een wet aan om de markt te stabiliseren en Luxemburg kondigde aan dat het alle nodige stappen zou ondernemen om de nationale MMF's te stabiliseren. De uiteenlopende reacties van de Europese autoriteiten waren niet bevorderlijk voor de stabiliteit van de Europese markt in haar geheel omdat het geld van de beleggers zich bijgevolg verplaatste naar MMF's die van een dergelijke garantie profiteerden.

De gevolgen die aan een vereffening van een MMF zijn verbonden, kunnen uiterst schadelijk zijn voor de belegger omdat de terugbetalingen voor een potentieel zeer lange periode worden opgeschort en het precieze bedrag dat uiteindelijk teruggewonnen wordt, onzeker blijft voor een even lange periode. In het geval van ondernemingen die hun kasmiddelen in een MMF beleggen, kan een opschorting leiden tot de onmogelijkheid de geplande operationele uitgaven zoals de uitbetaling van de lonen te verrichten.

3. ANALYSE VAN SUBSIDIARITEIT

De nationaal gehanteerde regelgeving blijft intrinsiek beperkt tot de betrokken lidstaat. Het product en het liquiditeitsprofiel van een MMF alleen op nationaal niveau reguleren houdt het gevaar in dat verschillende producten allemaal als MMF's worden verkocht. Dit zou bij de beleggers verwarring veroorzaken en zou verhinderen dat er in de Unie

gelijke concurrentievoorwaarden tot stand komen voor degenen die MMF's aanbieden aan professionele of retailbeleggers. Tegelijkertijd zouden verschillen in de nationale aanpak met betrekking tot de hoofdkenmerken van een MMF het gevaar op grensoverschrijdende besmetting verhogen, vooral wanneer de uitgevende instanties en de MMF's in verschillende lidstaten zijn gevestigd.

Aangezien tal van exploitanten die in Europa MMF's aanbieden, in een andere lidstaat zijn gevestigd dan die waarin de fondsen op de markt worden gebracht, is het belangrijk dat er een robuust regelgevingskader tot stand komt waarmee grensoverschrijdende besmetting tussen een MMF en zijn sponsor kan worden voorkomen. Dit is een bijzonder acute kwestie wanneer de sponsor gevestigd is in een lidstaat die mogelijk niet over begrotingsmiddelen beschikt om een in gebreke blijvende sponsor te redden. Omdat MMF's hun vestiging in de EU overwegend in twee rechtsgebieden (Ierland en Luxemburg) hebben en in deze twee lidstaten geen sponsorbanken zijn gevestigd, vormt de grensoverschrijdende dimensie van sponsorsteun een prangend probleem.

Derhalve is Europees optreden noodzakelijk.

4. DOELSTELLINGEN

De algemene doelstellingen zijn:

- (1) de financiële stabiliteit in de interne markt verhogen;
- (2) beleggers in MMF's beter beschermen.

Om deze algemene doelstellingen te bereiken moeten de volgende meer specifieke beleidsdoelstellingen worden verwezenlijkt:

- (1) gevaar voor besmetting in de reële economie tegengaan;
- (2) gevaar voor besmetting van sponsors tegengaan;
- (3) de nadelen voor late terugkopers verminderen, vooral wanneer de terugbetalingen in gespannen marktomstandigheden plaatsvinden.

De bovenvermelde specifieke doelstellingen vereisen dat de volgende operationele doelstellingen worden bereikt:

- (1) ervoor zorgen dat de liquiditeit van het fonds toereikend is om de terugbetalingsverzoeken van beleggers te honoreren;
- (2) de structuur van de MMF zo hervormen dat zij hun verbintenis op het gebied van stabiliteit gestand kunnen doen in ongunstige marktomstandigheden.

5. BELEIDSOPTIES

Om te voldoen aan de eerste operationele doelstelling (zorgen voor toereikend niveau van liquiditeit voor MMF's) hebben de diensten van de Commissie verschillende beleidsalternatieven onderzocht waarin de volgende aspecten aan bod komen: drie verschillende mechanismen voor kosten bij terugbetaling of beperking van de terugbetaling, één optie met een liquiditeitsbuffer, één optie inzake kwaliteit van de activa en diversificatie en opties inzake profilering van cliënten van MMF's.

Om te voldoen aan de tweede operationele doelstelling (MMF's zodanig uitrusten dat zij bestand zijn tegen ongunstige marktomstandigheden) hebben de diensten van de Commissie beleidsopties onderzocht met betrekking tot de volgende aspecten: één optie inzake transparantie, twee opties inzake waardering die een vlottende NAV vereist, twee opties waarin NAV-buffers worden opgelegd, één optie over bankstatus, één optie waarin de vlottende NAV en de NAV-buffer gecombineerd worden, en één optie over rating.

6. EVALUATIE VAN DE EFFECTEN VAN DE VERSCHILLENDE ALTERNATIEVEN

Operationele doelstelling nr. 1: opties die gericht zijn op verhoging van de liquiditeit en “ken uw cliënten” zijn de gekozen opties

Om ervoor te zorgen dat de liquiditeit van een fonds toereikend is om te voldoen aan verzoeken tot terugbetaling van beleggers, vertonen de opties om de liquiditeit van de portefeuilleactiva te verhogen en het voeren van een “ken-uw-cliëntbeleid” de hoogste scores. De drie opties waarbij kosten bij terugbetaling of beperkingen van de terugbetaling worden opgelegd, zouden anderzijds de aantrekkingskracht van MMF's op beleggers aanzienlijk verminderen. Uit de raadpleging blijkt dat dergelijke opties kunnen leiden tot een inkrimping van het totaal van activa onder beheer van MMF's, hetgeen de reële economie een belangrijk instrument voor kortetermijnfinanciering zou ontnemen. Daarnaast doen deze opties in verband met beperking van de mogelijkheden tot terugkoop vragen rijzen over het mogelijke anticyclische effect ervan, en dit zou het systeemrisico niet verlagen maar integendeel verhogen.

Door de liquiditeit van de portefeuille te verhogen en er tegelijkertijd voor te zorgen dat de portefeuille voldoende gediversifieerd is en niet in activa van lage kwaliteit wordt belegd, wordt beter voldaan aan de doelstelling dat de MMF's beter met terugbetalingen moeten kunnen omgaan. Beleggers zullen niet alleen profiteren van een betere toegang tot liquiditeit en van een lager risico maar het fonds zal ook beter in staat zijn het hoofd te bieden aan omvangrijke verzoeken tot terugbetaling. De kosten die aan deze opties verbonden zijn, zijn vrij bescheiden omdat de meeste MMF's reeds interne regels hebben vastgesteld die in deze richting gaan. De gevolgen op de markt van kortlopende schuldbewijzen zijn ook beheersbaar omdat slechts een zeer beperkt gedeelte van de activa op het lange uiteinde van de kortetermijnyieldcurve worden belegd. Het beleid om te anticiperen op omvangrijke verzoeken tot terugbetaling zal op zich geen massale runs voorkomen maar vormt toch een nuttig instrument om in- en uitstromen te beheren en kan tegen een lage kostprijs worden ingevoerd.

Operationele doelstelling nr. 2: opties gericht op verhoging van de transparantie, stabiele waarderingen en beperking van het gebruik van ratings, zijn de gekozen opties

In het algemeen zouden alle onderzochte opties in verschillende mate de financiële stabiliteit verbeteren maar geen enkele van de opties zou deze resultaten bereiken zonder negatieve gevolgen. De gekozen opties zijn die welke het beste evenwicht tussen financiële stabiliteit en kosten tot stand brengen.

De hervorming van de waarderingmethode zal opnieuw een vanzelfsprekendheid aan het licht brengen, namelijk dat MMF's normale beleggingsfondsen zijn die aan prijschommelingen onderhevig zijn. Door het gebruik van de geamortiseerde kostprijs en afrondingsmethoden kan het fonds een stabiele prijs handhaven. Als het gebruik van marktwaardering verplicht wordt gesteld, wordt het voor de beleggers duidelijk dat zij het risico van hun belegging dragen en niet de sponsors van het fonds. Dit zal de prikkel

voor de sponsor om steun te verlenen verminderen of zelfs wegnemen. Het kanaal waarlangs sponsors besmet worden, het bankstelsel, zou ingeperkt worden. De intrinsieke waarde (NAV) laten schommelen is derhalve de optie die het hoogste scoort om de MMF-sector te stabiliseren en op haar beurt de besmetting van de banksector te beperken. Er kan echter niet worden uitgesloten dat sommige beleggers niet willen beleggen in vlottende MMF's, wat uiteindelijk tot een inkrimping van de MMF-sector zou kunnen leiden. De impact op de beheerders blijkt beperkter te zijn.

Aangezien het twijfelachtig blijft of alle MMF-beleggers zich zullen aanpassen aan een vlottende NAV-structuur, zal een MMF-aanbieder de mogelijkheid krijgen om een stabiel NAV-fonds te behouden. Een stabiel NAV-fonds zou echter moeten profiteren van een toereikende NAV-buffer, die door de beheerder moet worden gefinancierd. Met de optie waarin een vlottende NAV en een NAV-buffer worden gecombineerd, zal de beheerder van stabiele MMF's een buffer moeten financieren die ten minste 3 % van de onder beheer staande MMF-activa bedraagt. Volgens de waargenomen gevallen van sponsorsteun tijdens de crisis (123 gevallen in Amerikaanse MMF's), liep de steun slechts 3 keren op tot meer dan 3 %. Wanneer het Reserve Primary Fund in 2008 in gebreke bleef, verloor het 3 % op zijn blootstelling van 1,5 % aan de activa van Lehman. De buffer zal geen volledige waarborg bieden aan de houders van fondsen met constante NAV (CNAV MMF's) maar dit niveau houdt het evenwicht tussen de behoefte aan een robuust en veilig CNAV-model en de financieringscapaciteiten van de beheerders.

Terwijl de optie met vlottende NAV de verdienste heeft de systeemrisico's zeer effectief en eenvoudig aan te pakken, wordt in de optie met combinatie van de twee systemen erkend dat dit schadelijke gevolgen kan hebben voor de algemene financiering van de Europese economie indien alle MMF's verplicht zouden worden hun NAV te laten vlotten.

Zelfs indien een stabiele NAV met toereikende NAV-buffers het op één na beste alternatief is voor een vlottende NAV, kan de genoemde combinatie van beide opties, onder strenge voorwaarden, worden aanbevolen om ervoor te zorgen dat het algemene beleid van vlottende NAV de algemene kortlopende financiering van de Europese economie niet onnodig zal verstoren.

Om transparant te zijn over de gekozen methoden moeten de beheerders hun transparantie ten aanzien van beleggers verhogen. De kwestie van massale runs ten gevolge van een verlaging van de kredietrating kan alleen worden aangepakt door het gebruik van ratings ten minste op het niveau van het fonds te beperken.

Gevolgen voor derde landen

De werkzaamheden rond schaduwbankieren verlopen internationaal. De aanbevelingen van de IOSCO over MMF's, alsook de bekrachtiging door de FSB, moeten ten uitvoer worden gelegd in elk afzonderlijk rechtsgebied van de G20. Het is dan ook uiterst belangrijk dat de voorgenomen hervormingen met betrekking tot de liquiditeit en stabiliteit van MMF's eenvormig worden toegepast, om regelgevingsarbitrage en grensoverschrijdende besmetting tussen rechtsgebieden te vermijden. De in deze effectbeoordeling gekozen opties moeten derhalve de aanbevelingen van de IOSCO en de FSB weerspiegelen.

De Verenigde Staten vragen als grootste MMF-markt ter wereld bijzondere aandacht. De MMF-markten in Europa en in de Verenigde Staten zijn onderling verbonden. In de VS

gevestigde MMF's zijn belangrijke beleggers in Europese geldmarktinstrumenten. Omgekeerd bezitten Europese MMF's aanzienlijke beleggingen in op de Amerikaanse markt uitgegeven geldmarktinstrumenten. Aan weerszijden van de Atlantische Oceaan vormen MMF's een belangrijke financieringsbron niet alleen voor de uitgevende ondernemingen en banken op het eigen continent maar ook voor dezelfde instanties op het andere continent. De Amerikaanse autoriteiten zijn eveneens bezig met een hervorming van MMF's. Er zijn nauw overleg met de VS gaande om de opeenvolgende fasen van het besluitvormingsproces op elkaar af te stemmen.

7. TOEZICHT EN EVALUATIE

Ex-postevaluatie van alle nieuwe wetgevingsmaatregelen behoort tot de prioriteiten van de Commissie. De vast te stellen verordening zal eveneens aan een volledige evaluatie worden onderworpen, onder meer om na te gaan in hoeverre zij effectief en efficiënt is geweest bij de verwezenlijking van de in dit verslag beschreven doelstellingen en om te beslissen of nieuwe maatregelen of wijzigingen noodzakelijk zijn.

Wat betreft de indicatoren en informatiebronnen die voor de evaluatie kunnen dienen, zullen gegevens uit verschillende bronnen worden aangewend. De gegevens zullen worden gebruikt om controle te houden op de liquiditeit, de soorten activa, de uitgevende instanties en de beleggers van MMF's. Op basis van deze indicatoren kunnen conclusies worden getrokken over de impact van de hervorming op de financiële stabiliteit.