I

(Riżoluzzjonijiet, rakkomandazzjonijiet u opinjonijiet)

RAKKOMANDAZZJONIJIET

BORD EWROPEW DWAR IR-RISKJU SISTEMIKU

RAKKOMANDAZZJONI TAL-BORD EWROPEW DWAR IR-RISKJU SISTEMIKU

tal-20 ta' Diċembru 2012

dwar il-fondi tas-suq tal-flus

(BERS/2012/1)

(2013/C 146/01)

IL-BORD ĠENERALI TAL-BORD EWROPEW DWAR IR-RISKJU SISTEMIKU,

Wara li kkunsidra r-Regolament (UE) Nru 1092/2010 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-24 ta' Novembru 2010 dwar is-sorveljanza makroprudenzjali fl-Unjoni Ewropea tas-sistema finanzjarja u li jistabbilixxi Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku [1], u b'mod partikolari l-Artikolu 3(2)(b), (d) u (f) u l-Artikoli 16 sa 18 tiegħu,

Wara li kkunsidra d-Deċiżjoni BERS/2011/1 tal-Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku tal-20 ta' Jannar 2011 li tadotta r-Regoli tal-Proċedura tal-Bank Ċentrali Ewropew [2], u b'mod partikolari l-Artikolu 15(3)(e) u l-Artikoli 18 sa 20 tiegħu,

Billi:

(1) Il-fondi tas-suq tal-flus (MMFs – money market funds), filwaqt illi huma soġġetti għar-regolamentazzjoni tas-swieq tat-titoli, huma komponent ewlieni tas-settur tas-sistema bankarja parallela (*shadow banking*), partikolarment billi jwettqu trasformazzjoni tal-maturità u tal-likwidità, u jistgħu għalhekk jikkostitwixxu riskju sistemiku.

(2) L-investituri jistgħu jqisu lill-MMFs, b'mod partikolari fondi b'valur tal-assi netti kostanti li jippruvaw iżommu valur nominali li ma jinbidilx, bħala alternattivi siguri għad-depożitu bankarji. Madankollu, l-MMFs m'għandhomx aċċess għal xibka ta' sigurtà pubblika, bħal ma huma l-finanzjament ta' bank ċentrali u l-assigurazzjoni tad-depożitu. Għalhekk hemm riskju ta' konfużjoni ma' depożiti bankarji li jibbenefikaw minn din ix-xibka ta' sigurtà.

(3) Bħala regola, MMFs ma jibbenefikawx minn arranġamenti ta' appoġġ espliċitu u strett mill-kumpaniji li jisponsorjawhom, li spiss ikunu banek, għalkemm kien hemm okkażjonijet fejn il-kumpaniji li jisponsorjawhom sostnew attivament MMFs batuti *ex post* fuq bażi ta' diskrezzjoni.

(4) Ir-riċerka ekonomika turi illi l-prestazzjoni u n-natura tal-MMFs tagħmilhom vulnerabbli għal azzjonijet destabilizzanti min-naħa tal-investituri, li jistgħu jinfirxu malajr fost il-fondi u jdgħajfu l-likwidità u d-disponibbiltà ta' kreditu għal żmien qasir, b'mod partikolari għal banek. Ir-riskju ta' azzjoni min-naħa tal-investitur jista' jkun ogħla għal fondi b'valur tal-assi netti kostanti f'każijiet fejn hemm il-perċezzjoni illi huma jonqsu milli jissodisfaw l-aspettattivi tal-investitur ta' fidi bil-valur nominali.

(5) Għalkemm l-MMFs ma kkawżawx il-kriżi finanzjarja tal-2007 sal-2008, il-prestazzjoni tagħhom matul it-taqlib finanzjarju issottolinja l-potenzjal li huma jistgħu jifirxu jew anke jkabbru krizi. L-esperjenza mill-kriżi tal-2007 sal-2008 wriet illi l-MMFs jistgħu jkunu suxxettibbli għal azzjonijiet min-naħa tal-investitur u li jistgħu jkollhom bżonn l-appoġġ tal-kumpaniji li jisponsorjawhom, b'mod partikolari biex iżommu l-valur tal-assi netti kostanti tagħhom.

(6) Riskji sistemiċi potenzjali li jirriżultaw minn MMFs għalhekk jirrigwardaw il-vantaġġ tal-*first mover* tal-investituri, li huwa relevanti speċifikament għal fondi b'valur tal-assi netti kostanti, in-natura impliċita u ta' diskrezzjoni tal-appoġġ minn kumpaniji li jisponsorjawhom, u l-interkonnettività għolja ta' MMFs mal-kumplament tas-sistema finanzjarja, b'mod partikolari l-banek u s-swieq tal-flus.

(7) Wara evalwazzjoni tal-kawżi tal-kriżi finanzjarja reċenti, diversi regolaturi nazzjonali u organizzazzjonijiet internazzjonali esprimew il-ħtieġa ta' riformi strutturali għall-MMFs. Fis-27 ta' Ottubru 2011, il-Bord għall-Istabbiltà Finanzjarja (FSB) ippubblika sett ta' rakkomandazzjonijiet

[1] GU L 331, 15.12.2010, p. 1.
[2] ĠU Ċ 58, 24.2.2011, p. 4.

inizzjali biex jissaħħu s-sorveljanza u r-regolamentazzjoni tas-sistema bankarja parallela. B'mod partikolari l-FSB identifika bħala kwistjonijiet kruċjali li jridu jiġu indirizzati l-bidla obbligatorja għall-fondi b'valur tal-assi netti varjabbli, rekwiżiti tal-kapital u tal-likwidità għal fondi b'valur tal-assi netti kostanti, u metodi regolatorji oħra possibbli.

(8) Wara talba mingħand l-FSB, fid-9 ta' Ottubru 2012 l-Organizzazzjoni Internazzjonali tal-Kummissjonijiet tat-Titoli (IOSCO) ħarġet rakkomandazzjonijiet tal-politika intiżi biex inaqqsu s-suxxettibbiltà ta' MMFs għal azzjonijiet min-naħa tal-investituri. Filwaqt illi parti sostanzjali minn dawn ir-rakkomandazzjonijiet tal-IOSCO huma diġà indirizzati f'livell ta' Unjoni Ewropea, għad baqa' xi lakuni.

(9) Ir-regolaturi tal-US ħadmu fuq ir-reviżjoni tal-qafas għall-MMFs. B'mod partikolari, il-Kummissjoni għat-Titoli u l-Kambju (SEC) irrevediet ir-Regola 2a-7 tagħha. Barra minn dan, fit-13 ta' Novembru 2012, il-Kunsill għas-Sorveljanza tal-Istabbiltà Finanzjarja ħareġ Proposti ta' Rakkomandazzjonijiet dwar ir-Riforma tal-Fond Mutwu tas-Suq tal-Flus għall-konsultazzjoni pubblika.

(10) F'Mejju 2010, il-Kumitat tar-Regolaturi Ewropej tat-Titoli ppubblika linji gwida dwar definizzjoni komuni ta' "MMFs" fl-Ewropa sabiex jiġu stabbiliti standards komuni ġodda li jindirizzaw in-nuqqasijiet identifikati matul il-kriżi finanzjarja. B'mod partikolari, l-linji gwida jimponu standards stretti f'termini tal-kwalità u l-maturità tal-portafoll, il-ġestjoni tar-riskju u d-divulgazzjoni. Dawn il-linji gwida mhux vinkolanti huma indirizzati lil MMFs kemm tal-UCITS kif ukoll mhux tal-UCITS u ġew implimentati minn Stati Membri fil-livell nazzjonali.

(11) Il-Kummissjoni Ewropea indikat l-intenzjoni tagħha li tiżviluppa miżuri leġiżlattivi ġodda li jkunu jgħoddu għall-Unjoni Ewropea fir-rigward tal-UCITS, billi tistħarreġ b'mod partikolari l-ħtieġa għal regolamentazzjoni aktar dettaljata u armonizzata dwar l-MMFs [1].

(12) Skont ir-Regolament (UE) Nru 1092/2010, il-Bord Ewropew għar-Riskju Sistemiku (BERS) jista' jindirizza rakkomandazzjonijiet lill-Kummissjoni wkoll fir-rigward tal-leġiżlazzjoni relevanti tal-Unjoni. Dawn ir-rakkomandazzjonijiet għandhom l-għan li jipprovdu gwida f'dan ir-rigward lill-Kummissjoni Ewropea, kif ukoll lill-AETS fl-irwol ta' konsulenza u regolatorju tagħha.

(13) Filwaqt li l-azzjonijiet min-naħa tal-investituri jistgħu jseħħu bit-tipi kollha ta' fondi li jipprovdu diskrepanza fil-maturità jew fil-likwidità, il-fondi b'valur tal-assi netti kostanti għandhom karatteristiċi li jissuġġerixxu li investitur jista' jfittex il-vantaġġ ta' *first-mover* f'perjodi ta' stress fis-suq finanzjarju. Konverżjoni għal fondi b'valur tal-assi netti varjabbli tista' tnaqqas l-inċentiv għal azzjoni min-naħa tal-azzjonist meta fond ikun ġarrab telf żgħir u tista' tkompli żżid it-trasparenza tal-prezzijiet.. Tista' tgħin ukoll biex tindirizza r-riskji sistemiċi assoċjati mal-interkonnettività ta' MMFs ma' kumpaniji li jisponsorjawhom u biex tnaqqas il-ħtieġa għal u l-importanza tas-sostenn tal-isponsors.

(14) Użu ġenerali minn MMFs ta' kontabbiltà bil-valur ġust u, f'ċirkostanzi limiti biss, l-użu ta' kontabbiltà bl-ispiża amortizzata, ser jipprovdi t-trasparenza fil-prezzijiet lil investituri, itejjeb il-komprensjoni tal-investituri tar-riskji inerenti għal dawn l-MMFs, u jiċċara d-differenza bejn l-MMFs u d-depożiti bankarji.

(15) L-assi likwidi jgħinu lill-MMFs iħallsu lil azzjonisti li jkunu jridu jifdu flushom u jimpedixxu *fire-sales* ta' assi b'telf filwaqt li jimpedixxu wkoll l-effetti ta' kontaġju għal fondi oħra li jkollhom titoli simili. Bl-istess mod, ammonti minimi espliċiti ta' assi likwidi ta' kuljum u ta' kull ġimgħa jiżguraw illi MMFs ikunu jistgħu jilqgħu talbiet ta' fidi li jistgħu jkunu kbar min-naħa tal-investituri u jegħlbu l-perjodi ta' volatilità fis-swieq. Għodod effettivi biex jiġu indirizzati r-restrizzjonijiet tal-likwidità, bħal ma huma s-sospensjonijiet temporanji tal-fidi, ser jgħinu lill-MMFs biex jaffaċċjaw perijodi ta' stress.

(16) Divulgazzjoni pubblika addizzjonali dwar karatteristiċi importanti bħal ma huma n-nuqqas ta' garanzija tal-kapital, l-appoġġ minn kumpaniji li jisponsorjawhom u l-prattiċi tal-valutazzjoni ser tiżgura illi l-investituri jkunu jafu eżatt bir-riskji ezistenti.

(17) Bis-saħħa ta' tagħrif aktar dettaljat l-awtoritajiet ikunu jistgħu jifhmu aħjar l-iżviluppi fl-industrija tal-MMF u jidentifikaw is-sorsi tar-riskji. Għaldaqstant, ir-rapportar regolari minn MMFs għandu jittejjeb aktar, b'mod partikolari fir-rigward tal-kompożizzjoni tal-assi u l-obbligazzjonijiet, l-użu ta' kontabbiltà bl-ispiża amortizzata u l-appoġġ tal-isponsors. L-awtorità superviżorja nazzjonali kompetenti għandha taqsam l-informazzjoni relevanti ma' awtoritajiet relevanti oħrajn nazzjonali u Ewropej.

(18) Skont il-premessa 29 tar-Regolament (UE) Nru 1092/2010, l-osservazzjonijiet tal-partijiet interessati relevanti fis-settur privat ġew ikkunsidrati għat-tħejjija ta' din ir-Rakkomandazzjoni.

(19) Din ir-Rakkomandazzjoni hija mingħajr ħsara għall-mandati ta' politika monetarja tal-banek ċentrali fl-Unjoni.

[1] Konsultazzjoni dwar ir-Regoli tal-Prodott, il-Ġestjoni tal-Likwidità, id-Depożitarju, il-Fondi tas-Swieq tal-Flus, l-Investimenti fuq Żmien Twil, 26 ta' Lulju 2012.

(20) Ir-rakkomandazzjonijiet tal-BERS huma ppubblikati wara li l-Kunsill tal-Unjoni Ewropea jkun ġie informat bl-intenzjoni tal-Bord Ġenerali li jagħmel dan u wara li l-Kunsill ikun ingħata opportunità biex jirreaġixxi,

ADOTTA DIN IR-RAKKOMANDAZZJONI:

TAQSIMA 1

RAKKOMANDAZZJONIJIET

Rakkomandazzjoni A – Bidla obbligatorja għall-valur tal-assi netti varjabbli

Il-Kummissjoni hija rakkomandata tiżgura li l-leġiżlazzjoni rilevanti tal-Unjoni:

1. titlob li l-fondi tas-suq tal-flus(MMFs) ikollhom valur tal-assi netti varjabbli;

2. titlob li l-MMFs jagħmlu użu ġenerali minn valutazzjoni ġusta u li jillimitaw l-użu tal-kontabbiltà bl-ispiża amortizzata għal għadd limitat ta' ċirkostanzi definiti minn qabel.

Rakkomandazzjoni B – Rekwiżiti ta' likwidità

Il-Kummissjoni hija rakkomandata tiżgura li l-leġiżlazzjoni rilevanti tal-Unjoni:

1. tikkumplimenta r-rekwiżiti ta' likwidità eżistenti għall-MMFs billi jiġu imposti ammonti minimi espliċiti ta' assi likwidi ta' kuljum u ta' kull ġimgħa li l-MMFs għandhom ikollhom;

2. issaħħaħ ir-responsabbiltà tal-maniġers tal-fondi fir-rigward tal-monitoraġġ tar-riskju tal-likwidità;

3. tiżgura li l-awtoritajiet superviżorji nazzjonali u l-maniġers tal-fondi jkollhom għal-lest għodod effettivi, pereżempju sospensjonijiet temporanji tal-fidi, biex jiġu indirizzati n-nuqqasijiet fil-likwidità fi żminijiet ta' stress li jirriżultaw kemm minn żviluppi speċifiċi għall-fondi kif ukoll minn żviluppi mifruxin mas-suq kollu.

Rakkomandazzjoni C – Divulgazzjoni pubblika

Il-Kummissjoni hija rakkomandata tiżgura li l-leġiżlazzjoni rilevanti tal-Unjoni:

1. titlob id-divulgazzjoni speċifika min-naħa tal-MMFs, anke fil-materjal ta' kummerċjalizzazzjoni, li tiġbed l-attenzjoni tal-investituri għan-nuqqas ta' garanzija ta' kapital u l-possibbiltà ta' telf ta' kapital;

2. titlob li l-MMFs jirreferu fid-divulgazzjoni pubblika tagħhom għall-appoġġ, il-kapaċità ta' appoġġ jew il-ħarsien li jista' jkun hemm min-naħa tal-isponsors fil-każ biss li dan l-appoġġ jew ħarsien ikun impenn sod min-naħa tal-isponsor, f'liema każ għandu jiġi rikonoxxut fil-kontijiet u r-rekwiżiti prudenzjali ta' dak l-isponsor;

3. titlob lill-MMFs biex jiżvelaw il-prattiki tagħhom ta' valutazzjoni, b'mod partikolari dwar l-użu tal-kontabbiltà bl-ispiża amortizzata, kif ukoll li jagħtu tagħrif xieraq lill-investituri fir-rigward tal-proċeduri ta' fidi applikabbli fi żminijiet ta' stress.

Rakkomandazzjoni D – Rappurtar u qsim tal-informazzjoni

1. Il-Kummissjoni hija rakkomandata tiżgura li l-leġiżlazzjoni rilevanti tal-Unjoni:

   (a) titlob li kull każ ta' appoġġ minn sponsor li jista' jħalli impatt fuq il-prezz tal-MMF għandu jiġi rappurtat mill-MMF jew mill-maniġer tiegħu, u mill-isponsor, lill-awtorità superviżorja nazzjonali kompetenti, flimkien ma' deskrizzjoni sħiħa tan-natura u d-daqs ta' dan is-appoġġ;

   (b) ittejjeb ir-rappurtar regolari mill-MMFs;

   (ċ) tiżgura li l-awtoritajiet superviżorji nazzjonali kompetenti, fejn ikun il-każ, jaqsmu l-informazzjoni msemmija f'punti (a) u (b) ma' awtoritajiet superviżorji nazzjonali oħrajn fi ħdan l-istess Stat Membru, jew minn Stati Membri oħra, mal-Awtoritajiet Superviżorji Ewropej, mal-membri tas-Sistema Ewropea tal-Banek Ċentrali u mal-BERS.

2. Il-Kummissjoni hija rakkomandata tħeġġeġ l-iżvilupp tar-rappurtar armonizzat u ta' sett armonizzat ta' dejta kif imsemmi fil-paragrafu 1(b), u l-organizzazzjoni tal-qsim ta' informazzjoni msemmi fil-paragrafu 1(c).

TAQSIMA 2

IMPLIMENTAZZJONI

1. Interpretazzjoni

1. Għall-finijiet ta' din ir-Rakkomandazzjoni, japplikaw id-definizzjonijiet li ġejjin:

   (a) 'istituzzjoni ta' kreditu' tfisser istituzzjoni ta' kreditu kif definita fl-Artikolu 4(1) tad-Direttiva 2006/48/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tal-14 ta' Ġunju 2006 dwar il-bidu u l-eżerċizzju tan-negozju tal-istituzzjonijiet ta' kreditu [1];

   (b) 'awtorità superviżorja nazzjonali' tfisser awtorità superviżorja jew kompetenti kif speċifikat fl-Artikolu 1(3)(f) tar-Regolament (UE) Nru 1092/2010.

   (c) 'fondi tas-suq tal-flus' tfisser impriżi ta' investiment kollettiv tal-Unjoni regolati u superviżjonati li l-oġġettiv primarju tagħhom huwa li jinżamm il-kapital tal-fond, filwaqt illi jingħata redditu skont ir-rati tas-suq tal-flus, billi jsir investiment fi strumenti tas-suq tal-flus jew depożiti ma' istituzzjonijiet ta' kreditu.

(1) ĠU L 177, 30.6.2006, p. 1.

(d) 'fond b'valur tal-assi netti varjabbli' tfisser fond tas suq tal-flus li ma jfittix li jżomm valur nominali li ma jinbidilx u li l-valur tal-assi netti għalhekk ivarja. L-assi tiegħu ġeneralment huma vvalutati fuq bażi ta' valur ġust.

(e) 'fond bil-valur tal-assi netti kostanti' tfisser fond tas-suq tal-flusli jfittex li jżomm valur nominali li ma jinbidilx. L-assi tiegħu ġeneralment huma vvalutati fuq bażi ta' kost amortizzat.

(f) 'kontabbiltà bil-kost amortizzat' tfisser metodu ta' kontabbiltà li jqis il-kost tal-akkwist tat-titolu u jaġġusta dan il-valur għall-amortizzazzjoni ta' premjums jew skonti sal-maturità.

2. L-Anness jifforma parti integrali ta' dan ir-Regolament. F'każ ta' kunflitt bejn it-test ewlieni u l-Anness, jipprevali t-test ewlieni.

2. Kriterji għall-implimentazzjoni

1. Il-kriterji li ġejjin japplikaw għall-implimentazzjoni ta' din ir-Rakkomandazzjoni:

(a) din ir-Rakkomandazzjoni tkopri l-MMFs kollha kif definiti;

(b) għandu jiġi evitat l-arbitrage regolatorju;

(ċ) tingħata l-kunsiderazzjoni dovuta lill-prinċipju ta' proporzjonalità fl-implimentazzjoni, filwaqt illi jitqies l-għan u l-kontenut ta' kull rakkomandazzjoni;

(d) jiġu stipulati fl-Anness kriterji speċifiċi għall-implimentazzjoni ta' din ir-Rakkomandazzjoni.

2. Il-Kummissjoni hija mitluba tikkomunika lill-BERS u lill-Kunsill ażżjonijiet meħuda bħala tweġiba għal din ir-Rakkomandazzjoni, jew tiġġustifika n-nuqqas ta' azzjoni b'mod xieraq. Bħala minimu r-rapport għandu jkun fih:

(a) tagħrif dwar is-sustanza u skeda taż-żmien indikattiva tal-azzjonijiet meħuda, inkluż azzjonijiet meħuda fil-konfront tal-Awtoritajiet Superviżorji Ewropej;

(b) evalwazzjoni tal-funzjonament tal-azzjonijiet meħuda mill-perspettiva tal-għanijiet ta' din ir-Rakkomandazzjoni;

(ċ) ġustifikazzjoni dettaljata ta' kull nuqqas ta' azzjoni jew devjazzjoni minn din ir-Rakkomandazzjoni, inkluż kull dewmien.

3. Skeda ta' żmien għas-segwitu

1. Il-Kummissjoni hija mitluba tibgħat rapport lill-BERS u lill-Kunsill dwar l-azzjonijiet meħuda bi tweġiba għal dawn ir-rakkomandazzjonijiet, jew tiġġustifika kif jixraq nuqqas ta' azzjoni skont l-iskedi taż-żmien stipulati aktar 'l isfel.

(a) sat-30 ta' Ġunju 2013, il-Kummissjoni hija mitluba tibgħat rapport interim lill-BERS li jkun fih l-ewwel evalwazzjoni tal-implimentazzjoni ta' dawn ir-rakkomandazzjonijiet;

(b) sat-30 ta' Ġunju 2014, il-Kummissjoni hija mitluba tibgħat rapport finali dwar l-implimentazzjoni ta' dawn ir-rakkomandazzjonijiet lill-BERS u lill-Kunsillta.

2. Il-Bord Ġenerali jista' jestendi l-iskadenza fil-paragrafu 1 fejn huma meħtieġa inizjattivi leġiżlattivi biex ikun hemm konformità ma' waħda jew aktar mir-rakkomandazzjonijiet.

4. Monitoraġġ u evalwazzjoni

1. Is-Segretarjat tal-BERS:

(a) jassisti lill-Kummissjoni, inkluż billi jipprovdi l-mudelli relevanti u fejn meħtieġ jispjega l-modalitajiet u l-iskeda taż-żmien għas-segwitu;

(b) jivverifika s-segwitu mill-Kummissjoni, inkluż billi jassistiha fuq talba tagħha, u jirrapporta dwar is-segwitu lill-Bord Ġenerali permezz tal-Kumitat ta' Tmexxija.

2. Il-Bord Ġenerali jevalwa l-azzjonijiet u l-ġustifikazzjonijiet irrapportati mill-Kummissjoni u, fejn xieraq, jiddeċiedi jekk din ir-Rakkomandazzjoni ġietx segwita u jekk id-destinatarju naqasx milli jiġġustifika n-nuqqas ta' azzjoni tiegħu b'mod xieraq.

Magħmul fi Frankfurt am Main, l-20 ta' Diċembru 2012.

Il-President tal-BERS

Mario DRAGHI

ANNESS GĦAR-RAKKOMANDAZZJONI TAL-BERS DWAR IL-FONDI TAS-SUQ TAL-FLUS

WERREJ

Paġna

LISTA TA' TAQSIRIET ... 6

SOMMARJU EŻEKUTTIV ... 7

DAĦLA ... 8

I. INIZJATTIVI REGOLATORJI REĊENTI ... 8

I.1 Inizjattivi internazzjonali ... 8

I.2 Inizjattivi Ewropej ... 9

II. L-MMFS U L-ISTABBILTÀ FINANZJARJA ... 10

II.1 Vantaġġ tal-first-mover ... 10

II.2 Sostenn tal-isponsors ... 11

II.3 L-ambjent ekonomiku attwali ... 12

III. STRUTTURA TAL-INDUSTRIJA EWROPEA TAL-MMFS ... 12

III.1 Ambitu tal-istħarriġ ad hoc tal-BERS ... 12

III.2 Ħarsa ġenerali lejn l-assi tal-MMFS ... 14

III.3 Ħarsa ġenerali lejn l-investituri tal-MMFS ... 19

III.4 Konċentrazzjoni tal-industrija ... 21

III.5 Devjazzjoni tal-fondi CNAV mill-parità ... 22

IV. RAKKOMANDAZZJONIJIET TAL-BERS ... 23

IV.1 Ambitu tar-Rakkomandazzjonijiet ... 23

IV.2 Rakkomandazzjoni A – Ċaqliqa obbligatorja għall-valur tal-assi netti varjabbli ... 23

IV.2.1 Raġunament ekonomiku ... 23

IV.2.2 Evalwazzjoni ... 26

IV.3 Rakkomandazzjoni B – Rekwiżiti tal-likwidità ... 30

IV.3.1 Raġunament ekonomiku ... 30

IV.3.2 Evalwazzjoni ... 33

IV.4 Rakkomandazzjoni C – Divulgazzjoni pubblika ... 34

IV.4.1 Raġunament ekonomiku ... 34

IV.4.2 Evalwazzjoni ... 34

IV.5 Rakkomandazzjoni D – Rappurtar u skambju tal-informazzjoni ... 35

IV.5.1 Raġunament ekonomiku ... 35

IV.5.2 Evalwazzjoni ... 35

IV.6 Segwitu ... 36

IV.6.1 Skeda taż-żmien ... 36

IV.6.2 Kriterji ta' konformità ... 36

IV.6.3 Komunikazzjoni dwar is-segwitu ... 37

REFERENZI ... 39

LISTA TA' TAQSIRIET

ABS: titoli koperti b'assi (*asset-backed securities*)

AETS: Awtorità Ewropea tat-Titoli u s-Swieq (*ESMA*)

AIF: fond tal-investiment alternattiv (*alternative investment fund*)

AIFM: maniġer ta' fond tal-investiment alternattiv (*alternative investment fund manager*)

ASE: Awtorità Superviżorja Ewropea (*ESA*)

AuM: assi amministrati (*assets under management*)

BĊE: Bank Ċentrali Ewropew (*ECB*)

BERS: Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku (*ESRB*)

Bn: biljun

Bps: punti bażi (*basis points*)

BSI: partita tal-karta tal-bilanċ (*balance sheet item*)

CESR: Kumitat tar-Regolaturi Ewropej tat-Titoli (*Committee of European Securities Regulators*)

CIU: impriża tal-investiment kollettiv (*collective investment undertaking*)

CNAV: valur tal-assi netti kostanti (*constant net asset value*)

CRA: aġenzija tal-klassifikazzjoni tal-kreditu (*credit rating agency*)

EUR: euro

FSB: Bord għall-Istabbiltà Finanzjarja (*Financial Stability Board*)

FSOC: Kunsill għas-Sorveljanza tal-Istabbiltà Finanzjarja (*Financial Stability Oversight Council*)

GBP: Lira sterlina

ICI: Istitut tal-Kumpaniji tal-Investiment (*Investment Company Institute*)

ICPF: korporazzjonijiet tal-assigurazzjoni u fondi tal-pensjoni (*insurance corporations and pension funds*)

IMMFA: Assoċjazzjoni tal-Fondi tas-Suq tal-Flus Istituzzjonali (*Institutional Money Market Funds Association*)

IND: individwi/familji

IOSCO: Organizzazzjoni Internazzjonali tal-Kummissjonijiet tat-Titoli (*International Organization of Securities Commissions*)

MFI: istituzzjoni finanzjarja monetarja (*monetary financial institution*)

MMF: fond tas-suq tal-flus (*money market fund*)

Mn: miljun

n/a: mhux disponibbli (*not available*)

NAV: valur tal-assi netti (*net asset value*)

NFC: korporazzjoni mhux finanzjarja (*non-financial corporation*)

OFI: istituzzjoni finanzjarja oħra (*other financial institution*)

RoW: bqija tad-dinja (*rest of the world*)

SEBĊ: Sistema Ewropea ta' Banek Ċentrali (*ESCB*)

SEC: Kummissjoni tat-Titoli u l-Kambju (*Securities and Exchange Commission*)

ST-MMF: fond tas-suq tal-flus għal żmien qasir (*short-term money market fund*)

UCITS: kumpaniji tal-investimenti kollettivi f'titoli trasferibbli (*undertakings for collective investments in transferable securities*)

UE: Unjoni Ewropea (*EU*)

USD: Dollaru Amerikan

VNAV: valur tal-assi netti varjabbli (*variable net asset value*)

WAL: ħajja medja ppeżata (*weighted average life*)

WAM: maturità medja ppeżata (*weighted average maturity*)

ŻE: żona tal-euro (*EA*)

SOMMARJU EŻEKUTTIV

Dan l-anness jipprovdi tagħrif ġenerali għar-Rakkomandazzjonijiet tal-Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku (BERS) li għandhom l-għan li jsostnu u jevalwaw l-implimentazzjoni fl-Ewropa tar-riformi tas-sistema bankarja parallela (*shadow banking*) tal-Bord għall-Istabbiltà Finanzjarja (FSB) fir-rigward tal-Fondi tas-Suq tal-Flus (MMFSs). L-MMFSs huma komponent ewlieni tas-settur tas-sistema bankarja parallela. L-istess bħall-banek, huma jittrasformaw il-maturità u l-likwidità u jistgħu jitqiesu mill-investituri bħala alternattiva sigura għad-depożiti bankarji (speċjalment fil-każ tal-fondi b'valur tal-assi netti kostanti (CNAV) li jippruvaw iżommu valur nominali li ma jinbidilx). Madankollu, l-MMFSs, filwaqt li huma suġġetti għar-regolamentazzjoni tat-titoli m'humiex suġġetti għar-rekwiżiti regolatorji bankarji u jistgħu, f'xi każijiet, ikunu partikolarment vulnerabbli għal azzjonijiet destabilizzanti min-naħa tal-investituri. Għalhekk l-MMFSs jistgħu jkunu sors ta' riskju sistemiku sinifikanti. Riskju ieħor marbut mal-MMFS huwa s-sostenn impliċitu u diskrezzjonali tal-isponsors; il-probabbiltà ta' sostenn tista' tkun ikbar għall-fondi CNAV.

Diġà ttieħdu diversi inizjattivi regolatorji internazzjonali u Ewropej (bħar-Rakommandazzjonijiet tal-Organizzazzjoni Internazzjonali tal-Kummissjonijiet tat-Titoli (IOSCO) ta' Ottubru 2012 u l-linji gwida tal-Kumitat tar-Regolaturi Ewropej tat-Titoli/l-Awtorità Ewropea tat-Titoli u s-Swieq (CESR/AETS) ta' Mejju 2010) biex jiġu indirizzati r-riskji marbuta mal-MMFSs. Barra minn dan, l-FSB huwa mistenni joħroġ ir-rakkomandazzjonijiet finali tiegħu dwar ix-xogħol kollu tas-sistema bankarja parallela f'Settembru 2013. Fl-Istati Uniti, il-qafas regolatorju tal-MMFS jista' jkompli jevolvi wara li ħarġu r-rakkomandazzjonijiet proposti mill-Kunsill għas-Sorveljanza tal-Istabbiltà Finanzjarja (FSOC) għall-konsultazzjoni pubblika f'Novembru 2012. Fl-Ewropa, il-Kummissjoni Ewropea hija mistennija toħroġ il-proposta leġiżlattiva tagħha għar-riforma tal-qafas għall-kumpaniji tal-investimenti kollettivi f'titoli trasferibbli (UCITS) u l-MMFS fl-ewwel trimestru tal-2013. Ir-Rakkomandazzjonijiet tal-BERS u l-anness li jakkumpanjahom huma mistennija jipprovdu tagħrif għax-xogħol tal-Kummissjoni f'dan il-qasam importanti.

Karatteristiċi tal-industrija Ewropea tal-MMFS

Sabiex jiġi evalwat l-impatt li jista' jkollhom ir-Rakkomandazzjonijiet tal-BERS, sar profil iddettaljat tal-industrija Ewropea tal-MMFS ibbażat, fost l-oħrajn, fuq il-ġbir ta' dejta *ad hoc*. Fl-Ewropa l-MMFS jamministraw madwar EUR 1 triljun f'assi, u tliet pajjiżi (Franza, l-Irlanda u l-Lussemburgu) jirrappreżentaw proporzjon aggregat ta' 95 % tal-assi totali tal-MMFS. L-investituri fl-MMFS Franċiżi huma essenzjalment lokali filwaqt li l-investituri fil-fondi Irlandiżi u Lussemburgiżi fil-biċċa l-kbira mhumiex residenti. Il-parti l-kbira tal-MMFSs fl-Ewropa huma awtorizzati joperaw fil-qafas regolatorju tal-UCITS. Il-ħames gruppi ta' quddiem li jamministraw l-MMFS fl-Ewropa jirrappreżentaw 40 % tal-industrija totali u erbgħa minn dawn il-ħamsa għandhom x'jaqsmu mal-banek.

L-MMFSs għandhom sehem importanti fis-swieq tal-flus u huwa kkalkulat li għandhom madwar 25 % tat-titoli tad-dejn għal żmien qasir maħruġin fiż-żona tal-euro. Madwar 75 % tal-iskoperturi tagħhom qegħdin fil-konfront ta' MFIs li fil-każ tal-Irlanda fil-biċċa l-kbira tagħhom mhumiex istituzzjonijiet tal-UE. Il-fondi Irlandiżi u Lussemburgiżi għandhom sehem kbir mill-assi tagħhom f'munita barranija, l-iktar fid-dollaru Amerikan (USD) u l-lira sterlina (GBP).

Fuq bażi aggregata, l-MMFSs Ewropej jaqdu l-iktar lill-investituri istituzzjonali għalkemm f'xi pajjiżi huma tipikament prodott bl-imnut. L-MFIs nnifishom huma investituri importanti fl-MMFSs billi jgħoddu għal iktar minn 30 % tal-bażi tal-investituri totali u juru preferenza għall-fondi CNAV. Hemm bażi importanti ta' investituri li mhumiex fl-Unjoni Ewropea (UE) għall-MMFS Ewropej, partikolarment għall-fondi CNAV Irlandiżi. L-interkonnettività tal-MMFS mal-bqija tas-sistema finanzjarja tkompli tiżdied permezz tar-relazzjoni mal-isponsors tagħhom li sikwit ikunu banek.

Ftit iktar minn 40 % tal-assi amministrati (AuM) tal-industrija huma investiti mill-fondi CNAV. Żewġ terzi tal-fondi CNAV Ewropej huma bbażati fl-Irlanda u terz fil-Lussemburgu. Bħala regola, dawn il-fondi huma ferm ikbar mill-fondi b'valur tal-assi netti varjabbli (VNAV), għandhom profil ta' riskju iktar konservattiv, maturità iqsar, livelli ta' likwidità ogħla u bażi ikbar ta' investituri li mhumiex fl-UE. F'dak ir-rigward, għandu jiġi osservat li l-linji gwida CESR/AETS tal-2010 imponew standards fuq l-MMFS f'termini tal-assi eliġibbli u tal-kwalità u l-maturità tagħhom. Skont ir-riżultati tal-ġbir tad-dejta tal-BERS, madwar 27 % tal-fondi CNAV fl-istħarriġ kellhom devjazzjonijiet bejn il-valur nominali tagħhom u l-valur tas-suq tal-assi tagħhom ta' iktar minn 10 punti bażi (bps) fil-perjodu bejn l-2007 u l-2012; fl-ebda każ il-fond li wieġeb ma bagħat evidenza dwar is-sostenn ta' sponsors.

Ir-Rakkomandazzjonijiet tal-BERS

Ir-Rakkomandazzjonijiet tal-BERS huma simili għar-Rakkomandazzjonijiet tal-IOSCO ppubblikati f'Ottubru 2012. Fl-ambitu tal-indirizzar tar-riskju sistemiku, l-għan ewlieni tax-xogħol tal-IOSCO huwa li tonqos is-suxxettibbiltà tal-MMFS għar-riskju tal-azzjonijiet tal-investituri. Bis-saħħa, fost l-oħrajn, tar-riżultati ta' eżerċizzju speċifiku tal-ġbir ta' dejta, ir-Rakkomandazzjonijiet tal-BERS huma supplimentati b'analiżi kwantitattiva u kwalitattiva sabiex jinftiehem jekk bidla fil-mudelli tan-negozju wara r-riformi ġġibx magħha tnaqqis serju fl-għadd ta' MMFS, partikolarment fi żmien meta diġà jinsabu milquta b'mod negattiv mill-ambjent ta' rati tal-imgħax baxxi. Ir-rakkomandazzjonijiet ikopru l-erba' oqsma speċifiċi li ġejjin.

Ċaqliqa obbligatorja għall-VNAV: L-MMFS jeħtiġilhom ikollhom valur tal-assi netti varjabbli. B'dan il-mod, il-karatteristiċi tal-investiment tagħhom jissaħħu u l-karatterisitiċi tagħhom simili għal depożiti fil-banek jonqsu. Dan ir-rekwiżit għandu jnaqqas l-inċentiv għal azzjonijiet min-naħa tal-investituri, iżid it-trasparenza fil-prezzijiet u jnaqqas l-interkonnettività fis-sistema finanzjarja. L-MMFS se jintalbu jagħmlu użu ġenerali mill-valutazzjoni ġusta filwaqt li l-użu tal-kontabbiltà bil-kost amortizzat għandu jiġi limitat għal xi ċirkostanzi predefiniti.

Rekwiżiti tal-likwidità: Ir-rekwiżiti eżistenti tal-likwidità għandhom jittejbu billi jiġu imposti ammonti minimi espliċiti ta' assi likwidi ta' kuljum u ta' kull ġimgħa li l-MMFSs jeħtiġilhom ikollhom. Ir-responsabbiltà tal-maniġers tal-fondi għall-monitoraġġ tar-riskju tal-likwidità għandha tissaħħaħ. Fl-aħħar, għandu jkun hemm għodod effettivi, pereżempju sospensjonijiet temporanji tal-fidi, biex tingħeleb l-iskarsezza fil-likwidità fi żminijiet ta' tensjoni li tirriżulta minn żviluppi li jolqtu kemm il-fondi kif ukoll is-suq kollu.

Divulgazzjoni pubblika: Il-materjal ta' kummerċjalizzazzjoni tal-MMFSs għandu jiġbed l-attenzjoni tal-investituri għan-nuqqas ta' garanzija tal-kapital u l-possibbiltà ta' telf tal-kapital. Kull informazzjoni pubblika li tagħti l-impressjoni ta' sostenn minn sponsor jew ta' kapaċità għal dan is-sostenn għandha tiġi projbita sakemm dan is-sostenn ma jkunx impenn sod, li f'dan il-każ għandu jiġi rikonoxxut fil-kontijiet tal-isponsor u r-rekwiżiti prudenzjali. Fl-aħħar, il-materjal għandu jinkludi deskrizzjoni tal-prattika ta' valutazzjoni, partikolarment fir-rigward tal-użu tal-kontabbiltà bil-kost amortizzat u l-possibbiltà tas-sospensjoni tas-sottoskrizzjonijiet u l-fidi, anki fi żminijiet ta' tensjoni.

Rappurtar u skambju tal-informazzjoni: Kull każ ta' sostenn minn sponsor għandu jiġi rappurtat lill-awtoritajiet superviżorji nazzjonali responsabbli li għandhom jaqsmu din l-informazzjoni ma' awtoritajiet nazzjonali u Ewropej rilevanti oħra. Ir-rappurtar regolari tal-MMFSs għandu jkompli jittejjeb u jiġi armonizzat. Meta jkun rilevanti, l-awtoritajiet superviżorji nazzjonali kompetenti għandhom jaqsmu l-informazzjoni ma' awtoritajiet rilevanti oħra (lokali, barranin jew Ewropej).

DAĦLA

L-għan tar-Rakkomandazzjonijiet tal-BERS u l-analiżi supplimentari hija biex jiġu evalwati mill-perspettiva tal-istabbiltà finanzjarja r-Rakkomandazzjonijiet tal-IOSCO ta' Ottubru 2012 dwar il-fondi tas-suq tal-flus fir-rigward tal-impatt potenzjali tagħhom fuq l-industrija tal-MMFSMMFSS tal-UE. Sabiex jiġu provduti s-sostenn u r-rakkomandazzjonijiet għal-leġiżlaturi tal-UE, dan l-anness jiffoka fuq il-kwistjonijiet tal-implimentazzjoni li huma l-iktar rilevanti għall-istabbiltà finanzjarja.

Kemm l-analiżi kwantitattiva kif ukoll dik kwalitattiva f'dan l-anness jiġbdu tagħrif minn diversi sorsi ta' informazzjoni, fosthom ir-riċerka akkademika, xogħol li kien sar qabel mill-BERS dwar l-MMFSMMFSS, dejta tal-istatistika tal-BĊE u stħarriġ speċifiku b'dejta *ad hoc* maħruġ mill-BERS biex tinġabar iktar informazzjoni dettaljata b'żieda ma' dik disponibbli f'sors pubbliċi. Il-BERS organizza wkoll konferenza mal-parteċipanti fis-suq biex jintalbu l-fehmiet tal-industrija.

Taqsima I tal-anness teżamina l-inizjattivi regolatorji internazzjonali u Ewropej reċenti li għandhom x'jaqsmu mal-MMFSMMFSS biex hekk jingħata l-isfond ġenerali tal-politika għar-Rakkomandazzjonijiet tal-BERS. **Taqsima II** tagħti deskrizzjoni qasira tas-sorsi tar-riskju sistemiku ġejjin mill-MMFSMMFSS li r-Rakkomandazzjonijiet jippruvaw jindirizzaw. Sabiex ir-Rakkomandazzjonijiet jiġu sostnuti analitikament, **Taqsima III** teżamina l-istruttura tas-suq tal-industrija tal-MMFS fl-Ewropa b'enfasi fuq dawk l-elementi tas-suq li huma partikolarment rilevanti għar-riskju sistemiku. F'**Taqsima IV** hemm diskussjoni dwar ir-Rakkomandazzjonijiet speċifiċi tal-BERS u għal kull waħda jingħataw ir-raġunament ekonomiku u l-evalwazzjoni kif ukoll il-kriterji ta' konformità.

I. **INIZJATTIVI REGOLATORJI REĊENTI**

I.1 **Inizjattivi internazzjonali**

Wara l-evalwazzjoni tal-kawżi tal-kriżi finanzjarja reċenti, diversi regolaturi nazzjonali u organizzazzjonijiet internazzjonali esprimew il-ħtieġa ta' riformi strutturali għall-MMFS. Fis-Samit ta' Seoul ta' Novembru 2010 il-mexxejja tal-G20 talbu lill-**Bord għall-Istabbiltà Finanzjarja** (FSB) jiżviluppa rakkomandazzjonijiet biex jissaħħu s-sorveljanza u r-regolamentazzjoni tas-sistema bankarja parallela. Fis-27 ta' Ottubru 2011 il-FSB ippubblika sett ta' rakkomandazzjonijiet inizjali li kienu ġew approvati mill-G20 fis-Samit ta' Cannes. B'mod partkolari, l-FSB irrakkomanda li l-qafas regolatorju tal-MMFS kellu jkompli jissaħħaħ. L-FSB identifika l-MMFS b'valur tal-assi netti kostanti (CNAV), li jfittxu li jżommu valur nominali li ma jinbidilx, bħala sors kruċjali ta' riskju potenzjali li jiġi indirizzat billi titħeġġeġ/tintalab ċaqliqa għall-fondi b'valur tal-assi netti varjabbli (VNAV), bl-impożizzjoni ta' rekwiżiti tal-kapital u l-likwidità għall-MMFS CNAV, u/jew b'metodi oħra possibbli. L-FSB ta mandat lill-Organizzazzjoni Internazzjonali tal-Kummissjonijiet tat-Titoli (IOSCO) biex teżamina r-riformi regolatorji potenzjali li jimmitigaw is-suxxettibbiltà tal-MMFS għal azzjonijiet tal-investituri u riskji sistemiċi oħrajn, u tiżviluppa rakkomandazzjonijiet għal linji politiċi.

Wara din it-talba, il-**IOSCO** ħarġet Rakkomandazzjonijiet dwar Politika għar-riforma tal-MMFS fid-9 ta' Ottubru 2012. Minbarra dawn ir-Rakkomandazzjonijiet, il-IOSCO osservat fi stqarrija għall-istampa li għalkemm il-biċċa l-kbira tal-Kummissarji tal-Kummissjoni tat-Titoli u l-Kambju (SEC) m'appoġġawx il-pubblikazzjoni tar-Rakkomandazzjonijiet tal-IOSCO, ma sarux oġġezzjonijiet oħra u l-bord tal-IOSCO approva r-rapport.

Fit-18 ta' Novembru 2012 il-FSB ippubblika għadd ta' dokumenti konsultattivi u wieħed minnhom kien jagħti ħarsa ġenerali integrata lejn ir-rakkomandazzjonijiet għal politika dwar is-sistema bankarja parallela. F'dan ir-rapport, l-FSB approva r-Rakkomandazzjonijiet tal-IOSCO bħala qafas effettiv għat-tisħiħ tas-saħħa ġenerali tal-MMFS fir-rigward tar-riskji b'mod komprensiv. L-FSB approva wkoll ir-Rakkomandazzjoni li l-MMFS b'valur tal-assi netti (NAV) stabbli għandhom jinqalbu f'MMFS b'NAV fluttwanti (jew varjabbli) fejn dan jista' jsir. L-FSB indika wkoll li s-salvagwardji li jridu jidħlu biex jissaħħu l-MMFS b'NAV stabbli mill-azzjonijiet tal-investituri meta din il-konverżjoni ma tkunx tista' ssir għandhom ikunu ekwivalenti funzjonalment fl-effett tagħhom għar-rekwiżiti tal-kapital, tal-likwidità u rekwiżiti prudenzjali oħra tal-banek li jħarsu d-depożiti tagħhom mill-azzjonijiet tal-investituri.

L-FSB ħabbar li se jħejji r-rakkomandazzjonijiet finali tiegħu dwar is-sistema bankarja parallela, fosthom rakkomandazzjonijiet dettaljati minn kull wieħed mill-ħames gruppi ta' ħidma tiegħu (fosthom il-grupp tal-MMFS) sa Settembru 2013. Għalkemm il-grupp ta' ħidma dwar l-MMFS issa kważi temm xogħlu, gruppi oħra, partikolarment dak dwar l-interazzjonijiet tal-banek ma' entitajiet tas-sistema bankarja parallela kif ukoll dak dwar is-self ta' titoli u *repos*, jista' jkollhom implikazzjonijiet ukoll għar-riformi tal-MMFS.

Fl-**Istati Uniti** ċerti riformi dwar l-MMFS ġew adottati fl-2010. Dakinhar, is-SEC osservat li dawn ir-riformi servew bħala l-ewwel pass. F'Ottubru 2010, il-Grupp ta' Ħidma tal-President dwar is-Swieq Finanzjarji ħareġ rapport li ddeskriva sett ta' għażliet supplimentari ta' politika billi r-riformi tal-2010 ma jitqisux li weħidhom jistgħu jevitaw azzjoni min-naħa tal-investituri. Għalhekk is-SEC kienet impenjata fl-iżvilupp ta' riformi strutturali supplimentari. Madankollu, fit-22 ta' Awwissu 2012 il-President tas-SEC Mary Schapiro ħabbret li l-maġġoranza tal-Kummissjarji tas-SEC ma kinux se jappoġġaw il-proposta tal-esperti tas-SEC għar-riforma tal-istruttura tal-MMFS.

Għalhekk fis-27 ta' Settembru 2012 is-Segretarju tat-Teżor Amerikan Timothy Geithner talab lill-Kunsill għas-Sorveljanza tal-Istabbiltà Finanzjarja (FSOC) jieħu azzjoni jekk is-SEC tonqos li tagħmel dan. Fit-13 ta' Novembru 2012 l-FSOC ippubblikat ir-rakkomandazzjonijiet li proponiet dwar ir-riforma tal-MMFS għal konsultazzjoni pubblika. Dawn ir-rakkomandazzjonijiet jistabbilixxu tliet alternattivi li mhux bilfors jeskludu lil xulxin: (i) NAV fluttwanti, (ii) NAV stabbli b'bafer NAV u "bilanċ minimu f'riskju", u (iii) NAV stabbli b'bafer NAV u miżuri oħrajn. Meta nkiteb dan ir-rapport, il-konklużjoni tal-konsultazzjoni pubblika ma kinitx magħrufa; mhuwiex ċar ukoll jekk is-SEC hijiex se taġixxi skont ir-rakkomandazzjonijiet tal-FSOC, speċjalment fid-dawl tad-diffikultajiet li ltaqgħet magħhom is-SEC fit-tentattivi inizjali tagħha li ssemmew iktar 'il fuq.

I.2 **Inizjattivi Ewropej**

F'Mejju 2010 l-**Kumitat tar-Regolaturi Ewropej tat-Titoli** (CESR, il-predeċessur tal-Awtorità Ewropea tat-Titoli u s-Swieq, jew AETS) ippubblika linji gwida għall-ħolqien ta' definizzjoni armonizzata tat-terminu "MMFS" fl-Ewropa u għat-twaqqif ta' standards komuni ġodda li jindirizzaw in-nuqqasijiet identifikati matul il-kriżi finanzjarja. Il-linji gwida jistabbilixxu klassifikazzjoni li toħloq żewġ tipi ta' MMFS: "fondi tas-suq tal-flus għal żmien qasir" (ST-MMFS) u "fondi tas-suq tal-flus" (MMFS) u jimponu standards stretti f'termini tal-kwalità u l-maturità tal-portafoll, il-ġestjoni tar-riskju u d-divulgazzjoni. Il-linji gwida CESR/AETS daħlu fis-seħħ f'Lulju 2011 b'perjodu tranżitorju ta' sitt xhur għall-fondi eżistenti, u japplikaw kemm għall-fondi UCITS kif ukoll għall-fondi mhux UCITS.

Il-linji gwida diġà jindirizzaw il-biċċa l-kbira tar-Rakkomandazzjonijiet tal-IOSCO. Pereżempju, kif huwa rakkomandat mill-IOSCO (Rakkomandazzjonijiet 1 sa 3) il-linji gwida jipprovdu definizzjoni espliċita tal-MMFS, regoli stretti dwar it-tip ta' strumenti li fihom jistgħu jinvestu l-MMFS (fosthom il-projbizzjoni tal-iskopertura għall-ekwitajiet), limiti fuq il-maturità residwa tal-istrumenti kif ukoll limiti fuq it-terminu tal-maturità medja ppeżata (WAM) u l-ħajja medja ppeżata (WAL) tal-portafoll. Fiż-żmien wara d-dħul fis-seħħ tal-linji gwida, jiġifieri fl-aħħar xhur tal-2011, numru konsiderevoli ta' fondi li fil-bidu ġew kummerċjalizzati bħala MMFS inghatalhom isem ġdid u tressqu f'kategoriji oħra ta' fondi.

Fir-rigward tar-rakkomandazzjonijiet tal-IOSCO dwar il-ġestjoni tal-likwidità (Rakkomandazzjonijiet 6 sa 8) il-qafas legali Ewropew eżistenti diġà huwa b'saħħtu. Għandhom isiru *stress tests* regolari dwar il-likwidità skont id-Direttiva 2010/43/UE dwar l-Impriżi ta' Investiment Kollettiv f'Titoli Trasferibbli (UCITS) u d-Direttiva 2011/61/UE dwar il-Maniġers tal-Fondi ta' Investiment Alternattiv (AIFM).

Fl-aħħar, għandu jiġi osservat li l-qafas tal-UCITS diġà jindirizza l-kwistjonijiet tad-diversifikazzjoni tar-riskju, il-limitazzjoni tar-riskju u l-eliġibbiltà tal-assi.

Madankollu, il-linji gwida CESR/AETS la jindirizzaw ir-Rakkomandazzjonijiet kollha tal-IOSCO u lanqas il-problemi kollha identifikati mill-IOSCO bħala li huma inerenti fl-MMFS. B'mod partikolari, l-ST-MMFS għadhom jistgħu jużaw is-CNAV. Barra dan, l-MMFS jistgħu jużaw il-kontabilità bl-ispiża amortizzata biex jivvalutaw strumenti bil-limitu tal-maturità residwa stabbilit sa 397 jum, u dan ukoll jista' joħloq riskji u jnaqqas it-trasparenza tal-prezzijiet. Barra minn hekk, billi s-sostenn ta' sponsor bħalissa ma jaqax taħt ir-regolamenti jew mhux suġġett għar-rekwiżit tar-rappurtar, m'hemm l-ebda tagħrif dwaru għar-regolaturi.

Sabiex il-qafas regolatorju Ewropew jiġi kkomplementat, **l-industrija tal-fondi** żviluppat sett tal-aqwa prattiki kif rifless fil-Kodiċi ta' Prattika tal-Assoċjazzjoni tal-Fondi tas-Suq tal-Flus Istituzzjonali (IMMFA). Skont dan il-kodiċi, l-MMFS CNAV għandhom tal-inqas kull ġimgħa jimmonitorjaw id-differenza bejn il-prezzijiet li jippubblikaw u l-valutazzjonijiet bil-prezzijiet tas-suq (magħruf bħala l-prezz parallel). Il-proċeduri ta' eskalazzjoni, l-iktar permezz tar-rappurtar intern, għandhom jidħlu fil-każ ta' devjazzjonijiet ta' aktar minn 10, 20 u 30 punti bażi (bps). F'każijiet fejn valur tas-suq huwa 50 bps inqas mill-valur nominali, il-fond jitqies li jkun ġarrab "telf permanenti fil-valur". Kull każ bħal dan (magħruf bħala "*breaking the buck*") għandu jiġi rappurtat lill-IMMFA.

Fl-aħħar, il-**Kummissjoni** qiegħda tikkunsidra l-ħtieġa ta' iktar riformi fir-regolamenti dwar l-MMFS. Fil-*Green Paper* tagħha dwar is-sistema bankarja parallela (2012), il-Kummissjoni tenfasizza s-sehem tal-MMFS fis-sistema bankarja parallela. Barra dan, il-Kummissjoni ppubblikat dokument konsultattiv dwar qafas għall-ġejjieni għall-fondi ta' investiment (2012). Taqsima waħda tad-dokument tindirizza l-kwistjoni tas-CNAV *vis-à-vis* l-MMFS VNAV, il-valutazzjoni tagħhom, is-sehem tal-MMFS fir-rigward tar-riskju sistemiku u d-dipendenza mill-klassifikazzjoni tal-kreditu. Il-Kummissjoni x'aktarx tagħmel proposta leġiżlattiva dwar l-MMFS fl-ewwel trimestru tal-2013. F'Ottubru 2012, il-**Parlament Ewropew** għadda mozzjoni fil-kumitat dwar is-sistema bankarja parallela b'appoġġ għar-Rakkomandazzjonijiet tal-IOSCO u talab biex il-fondi CNAV ikollhom liċenzja bankarja bi skop limitat.

Kif jidher hawn taħt, l-industrija tal-MMFS fl-Ewropa għandha komponent internazzjonali kbir. Waħda mill-isfidi fid-diversi inizjattivi internazzjonali u Ewropej li għaddejjin bħalissa hija għalhekk il-ġestjoni tar-riskju potenzjali li jista' jirriżulta minn kull diverġenza fl-inizjattivi regolatorji għall-indirizzar tar-riskji sistemiċi marbutin mal-MMFS.

II. L-MMFS U L-ISTABBILTÀ FINANZJARJA

L-MMFS huma komponent ewlieni tas-sistema bankarja parallela (FSB, 2011). Dawn huma prodotti ta' investiment suġġetti għar-regolamentazzjoni dwar it-titoli, iżda simili għall-banek billi jwettqu trasformazzjoni fil-maturità u l-likwidità u l-investituri għandhom mnejn iqisuhom, b'mod partikolari l-fondi CNAV, bħala alternattiva sigura għad-depożiti bankarji. Madankollu, l-MMFS jista' jkollhom inqas assi likwidi li jistgħu jimmaturaw ferm iktar tard mill-fidi tal-investituri kif ukoll jinkorporaw riskji tal-investiment. B'kuntrast mal-banek, l-MMFS m'għandhomx aċċess għax-xibka ta' sigurtà pubblika; bħala regola m'għandhomx is-sostenn espliċitu tal-kumpaniji li jisponsorjawhom għalkemm kien hemm diversi każijiet meta l-isponsors sostnew attivament fondi batuti *ex post*.

Riċerka ekonomika wiesgħa, speċjalment fir-rigward tas-suq Amerikan, tipprovdi evidenza li l-imġiba u n-natura tal-MMFS jagħmluhom vulnerabbli għal azzjonijiet destabbilizzanti li jistgħu jinfirxu malajr fost il-fondi. Dan jista' jagħmel iktar ħsara lil-likwidità u d-disponibbiltà ta' kreditu għal żmien qasir, mhux l-inqas għall-banek li għalihom l-MMFS huma sors ta' finanzjament importanti. [1] Ir-riskju ta' azzjonijiet min-naħa tal-investituri huwa dovut l-iktar għall-vantaġġ ta' *first-mover* u l-inċertezza dwar is-sostenn taċitu u diskrezzjonali tal-isponsor.

II.1 Vantaġġ tal-first-mover

Il-vantaġġ tal-*first-mover*, filwaqt li huwa karatteristika tal-fondi ta' investiment kollha, huwa meqjus minn ħafna li huwa l-iktar rilevanti għal **MMFS CNAV** billi joffru fidi immedjat bi prezz kostanti sal-eqreb ċifra (e.g. EUR 1 jew USD 1 kull sehem). [2] Għalhekk, hemm riskju li l-prezz tal-ishma jista' ma jirriflettix il-"valur veru" tal-portafoll sottostanti tal-fond fi

(1) Ara wkoll FSOC (2012) pp. 17-28, li jipprovdi analiżi tar-riskju sistemiku u ħarsa ġenerali lejn riċerka akkademika oħra, e.g., Baba *et al.* (2009); Duygan-Bump *et al.* (se jiġi ppubblikat); Gordon u Gandia (2012); Gorton u Metrick (2010), *pp. 261-297*; Kacperczyk u Schnabl (2012); McCabe (2010); McCabe *et al.* (2012); Rosengren (2012); Scharfstein (2012); Squam Lake Group (2011).

(2) Ara Dokument Okkażjonali tal-BERS (2012); FSB (2011); FSOC (2012); IOSCO (2012); Baba *et al.* (2009); Gorton u Metrick (2010); McCabe (2010).

żminijiet ta' tensjoni fis-swieq jew jekk ikun hemm tħassib dwar il-kwalità sottostanti tal-assi. Karatteristika ta' dan il-vantaġġ hija li talbiet bikrija għall-fidi jitħallsu bil-valur nominali, anki meta l-valuri tal-assi attwali jkunu potenzjalment iktar baxxi. Dan iġiegħel li jkun hemm trasferiment ta' telf lill-azzjonisti li jibqa' billi l-investituri li ma jifdux mill-ewwel iġarrbu telf sproporzjonat. Il-vantaġġ tal-*first-mover* jista' jikkontribwixxi għal azzjonijiet destabbilizzanti min-naħa tal-investituri. L-inċertezza dwar il-kwalità tal-assi tal-portafoll tista' tipprovdi inċentivi għal azzjonijiet anki jekk il-valur tas-suq fir-realtà ma jkunx differenti minn dak nominali. Ir-riskju ta' azzjonijiet min-naħa tal-investituri huwa rilevanti speċjalment għall-investituri istituzzjonali billi dawn jibżgħu ħafna mir-riskji u għandhom it-tendenza li jirreaġixxu iktar malajr u f'numri akbar mill-investituri żgħar. B'mod iktar ġenerali, il-karatteristika CNAV tista' żżid ir-riskju ta' instabbiltà billi xi investituri jingħataw l-aspettattiva ta' fidi bil-valur nominali bl-idea li l-ishma tal-MMFS huma ekwivalenti mingħajr riskji għall-flus kontanti; għalhekk dan jista' jżid ir-riskju ta' azzjoni meta fond jonqos milli jissodisfa dawk l-aspettattivi, i.e. meta l-fond "*breaks the buck*".

Għalkemm il-vantaġġ tal-*first-mover* jikkonċerna b'mod predominanti l-fondi CNAV, l-esperjenza tal-kriżi finanzjarja turi li l-investituri fl-**MMFS VNAV** jista' jkollhom ukoll inċentiv biex jiġbdu l-investiment. [1] Billi l-MMFS m'għandhomx likwidità ta' kuljum ta' 100 %, hemm tassew każijiet meta l-fidi tal-investituri ma jkunx jista' jintlaqa'. Għalhekk, l-investituri xorta jista' jkollhom inċentiv biex jifdu malajr (bħal f'kull fond ta' investiment ieħor) għaliex il-fidi sussegwenti jista' jġiegħel lill-fond ibigħ inqas assi likwidi u potenzjalment iġarrab telf. L-inċentiv għal azzjoni min-naħa tal-investituri jista' jiżdied minħabba inċertezzi fil-kontabilità, li jistgħu jkunu preżenti fil-fondi VNAV ukoll.

II.2 **Sostenn tal-isponsors**

Ħafna studji juru li dejjem kien hemm sostenn min-naħa ta' partijiet terzi fl-istorja tal-MMFS. [2] Għall-perjodu 1980-2009, Moody's identifikat 'il fuq minn 200 MMFS CNAV fl-Istati Uniti u fl-Ewropa li bbenefikaw mis-sostenn tal-isponsors. Is-sostenn laħaq il-qofol tiegħu bejn l-2007 u l-2009 meta 'l fuq minn 60 fond (36 fond Amerikan, 26 fond Ewropew) kellhom bżonn l-assistenza, l-aktar minħabba d-deterjorament/l-inadempjenza tal-kreditu u problemi ta' likwidità. Skont Moody's, tal-inqas 20 kumpanija li jamministraw fondi *prime* fl-Istati Uniti u l-Ewropa ġarrbu spejjeż ta' madwar USD 12-il biljun sabiex iżommu l-valur tal-fondi CNAV tagħhom. Barra dan, tal-inqas żewġ kumpaniji li jamministraw fondi straħu fuq il-karta tal-bilanċ tal-kumpaniji prinċipali tagħhom u fuq l-aċċess għall-faċilità tal-Federal Reserve biex ilaħħqu mal-fidi, filwaqt li żewġ kumpaniji kkonsolidaw l-assi MMFS fuq il-karti tal-bilanċ tagħhom (ara wkoll id-Dokument Okkażjonali tal-BERS, 2012).

Il-falliment tal-Fond Primarju tar-Riżervi fl-Istati Uniti jindika d-difett ewlieni tad-dipendenza mis-sostenn taċitu u diskrezzjonali ta' sponsor. Il-fond "*broke the buck*" jiġifieri ma kienx kapaċi jżomm il-valur tal-assi netti għal USD 1 wara l-kollass ta' Lehman Brothers (l-assi miżmuma minn Lehman kienu jirrappreżentaw 1,2 % tal-valur tal-assi netti tal-fond). Dan it-telf mal-ewwel wassal għal azzjoni fuq il-fond min-naħa tal-investituri li mbagħad ikkawżat azzjoni aktar mifruxa fuq l-MMFS Amerikani, bl-investituri jiġbdu ammonti kbar ħafna ta' flus fi ftit jiem. L-isponsor tal-Fond Primarju tar-Riżervi fl-aħħar mill-aħħar naqas li jsostni l-fond u dan seta' ħoloq inċertezza dwar is-sostenn ta' sponsor b'mod ġenerali u ħaffef l-azzjoni fuq l-industrija tal-MMFS. Kollox ma' kollox, il-ġrajjiet ħolqu tfixkil fis-suq tal-karti kummerċjali u ġiegħlu lill-awtoritajiet Amerikani jintervjenu billi fost affarijiet oħra ħolqu żewġ faċilitajiet ta' likwidità u estendew il-kopertura tal-garanzija tad-depożitu.

Din l-evidenza tissuġġerixxi l-importanza tas-sostenn storiku ta' sponsor iżda fl-istess ħin tikxef difett potenzjali. Għalhekk, l-inċertezza dwar id-disponibbiltà ta' sostenn matul il-kriżi reċenti setgħet tat il-kontribut tagħha għal dawn l-azzjonijiet. McCabe (2011) u Gordon u Gandia (2012) juru li l-kapaċità ta' sponsor hija fattur importanti fl-imġiba tal-investituri. Gordon u Gandia (2012) jagħtu provi li l-fondi CNAV amministrati jew sponsorjati minn kumpaniji fraġli sabu ma' wiċċhom ħruġ ta' likwidità f'daqqa aktar sinifikanti u kellhom riskju akbar ta' azzjoni min-naħa tal-investituri. Barra dan, l-analisti u l-aġenziji tal-klassifikazzjoni ta' kreditu jistgħu jqisu l-karta ta' bilanċ u s-saħħa finanzjarja tal-istituzzjonijiet li joffru l-MMFS. Għalhekk, in-natura impliċita tas-sostenn ta' sponsor u d-dipendenza tiegħu mill-kapaċità

[1] Ara Scott (2012) li jikkwota ċ-ċifri tal-ICI li l-fondi VNAV Franċiżi tilfu madwar 40 % tal-assi tagħhom fi żmien tliet xhur bejn Lulju 2007 u Settembru 2007. Madankollu, dawn il-fondi ma kinux MMFS taħt il-leġiżlazzjoni Franċiża imma ġew ikkummerċjalizzati bħala "MMFS imtejba".

[2] Ara Brady (2012) u Moody's (2010). Ir-Rapport Konsultattiv tal-IOSCO (April 2012) jispeċifika wkoll il-konklużjonijiet tas-SEC fir-rigward tas-sostenn tal-isponsors: fil-perjodu bejn Awwissu 2007 u Diċembru 31 2008, l-istaff tas-SEC tal-Istati Uniti kkalkulaw li kważi 20 % tal-MMFS kollha rċevew xi xorta ta' sostenn mill-maniġers tal-flus jew mill-affiljati tagħhom.

tal-isponsor tista' toħloq inċertezza fost il-parteċipanti fis-swieq, li tista' twassal biex l-MMFS ikunu iżjed vulnerabbli għall-azzjonijiet. Ġeneralment, sistema li tiddependi minn garanziji impliċiti u diskrezzjonali ta' partijiet terzi tista' titqies li ma tkunx stabbli, billi l-garanti ma jinternalizzax l-ispiża tal-arranġament impliċitu (McCabe, 2011).

II.3 **L-ambjent ekonomiku attwali**

L-ambjent attwali ta' rati baxxi tal-imgħax iqajjem dubji dwar il-kapaċità tal-MMFS li jżommu s-CNAV tagħhom. Wara li l-BĊE naqqas ir-rati tal-imgħax f'Lulju 2012, l-istrumenti tad-dejn għal żmien qasir li fihom jinvestu bil-kbir l-MMFS ħabbtu wiċċhom ma' tnaqqis mgħaġġel fir-rendiment li saħansitra qaleb għan-negattiv. Billi l-istruttura tas-CNAV ma tistax takkomoda telf, is-sitwazzjoni ġiegħlet lill-maniġers tal-fondi CNAV jissospendu s-sottoskrizzjonijiet filwaqt li xi fondi ddeċidew li jifflowtjaw in-NAV, tal-inqas indirettament. F'xi każijiet, minflok ma jitnaqqas il-prezz tal-ishma, l-għadd ta' ishma tal-investituri jitnaqqas u dan ifisser telf reali li jinġarr mill-investituri. Bħala eżempju, f'Ottubru 2012 JPMorgan Chase għarrfet lill-investituri li dan kien il-mod kif kellu jiġi indirizzat it-telf fiż-żewġ MMFS Ewropej kbar tagħhom (il-Fond Likwidu tal-Euro b'EUR 4 biljun f'assi amministrati (AuM) u l-Fond Likwidu tal-Gvern bi EUR 13-il biljun). Żdiedet klassi ġdida ta' ishma *flex* ma' fondi bħal dawn, li se żżomm l-investimenti tal-investituri bil-prezz stabbli ta' EUR 1 għal kull sehem iżda se tnaqqas l-ishma mill-kont ġenerali sabiex tkopri l-ispejjeż operattivi u r-redditi negattivi.

III. **STRUTTURA TAL-INDUSTRIJA EWROPEA TAL-MMFS**

Sabiex tevalwa l-implikazzjonijiet tal-istabbiltà finanzjarja tal-MMFS (li ġiet diskussa f'livell aktar kunċettwali fit-Taqsima ta' qabel) u l-impatt li jista' jkollhom ir-Rakkomandazzjonijiet tal-BERS ippreżentati f'Taqsima IV, din it-Taqsima tagħti profil dettaljat tal-industrija Ewropea tal-MMFS minn analiżi kwantitattiva.

Skont l-istatistika tal-BĊE, f'Ġunju 2012 l-AuM tal-MMFS Ewropej kienu madwar EUR 1 triljun, li jirrappreżenta tnaqqis mill-massimu tal-2008 ta' EUR 1.4 triljun u huwa qrib il-livell tal-2011. L-għadd ta' fondi naqas ukoll minn aktar minn 1 300 fl-2011 għal 1 171 fond f'Ġunju 2012. Parti mit-tnaqqis reċenti seħħet fil-forma ta' konsolidazzjoni tas-settur wara l-implimentazzjoni tal-linji gwida CESR/AETS imsemmija f'Taqsima I.2.

Madwar 95 % tal-industrija Ewropea tal-MMFS hija kkonċentrata fi tliet pajjiżi: Franza (sehem ta' 39 % tas-suq fl-AuM), il-Lussemburgu (31 %) u l-Irlanda (25 %). Fir-rigward tal-industrija aggregata tal-fondi ta' investiment taż-żona tal-euro, l-MMFS kienu jirrappreżentaw madwar 15 % tat-total tal-AuM f'Ġunju 2012. L-akbar sehem ġie reġistrat fi Franza b'madwar 38 %. Fl-Irlanda, l-assi tal-MMFS jammontaw għal madwar 32 % u fil-Lussemburgu għal 11 % mit-total tas-suq tal-fondi tal-investiment. Madankollu, l-AuM mill-MMFS tal-UE jirrappreżentaw 2,5 % biss tal-assi totali tas-settur tal-MFI taż-żona tal-euro (bl-esklużjoni tal-banek ċentrali).

III.1 **Ambitu tal-istħarriġ ad hoc tal-BERS**

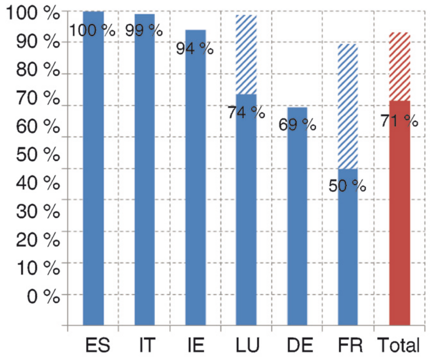
Sabiex jiġbor aktar informazzjoni granulari minn dik disponibbli permezz tal-istatistika tal-BĊE, il-BERS għamel stħarriġ *ad hoc* dwar l-MMFS billi uża dejta tal-fondi individwali wkoll. Id-dejta nġabret bil-metodu tal-"aqwa riżultat" minn sitt pajjiżi: Franza (FR), il-Ġermanja (DE), l-Irlanda (IE), l-Italja (IT), il-Lussemburgu (LU) u Spanja (ES) u tirreferi għas-sitwazzjoni fl-aħħar ta' Ġunju 2012. Id-dejta tipprovdi informazzjoni dwar l-analiżi tal-karta tal-bilanċ skont it-tip ta' fond, i.e. CNAV, VNAV għal żmien qasir u fondi VNAV oħra, analiżi li ma tinsabx fl-istatistika tal-BĊE. L-istħarriġ jinkludi wkoll informazzjoni għall-fondi CNAV dwar il-prezz parallel għall-perjodu bejn Ġunju 2007 u Ġunju 2012.

L-istħarriġ tal-BERS ikopri 71 % tal-AuM tal-industrija fis-sitt pajjiżi li taw it-tagħrif skont l-istatistika tal-BĊE. ([1]) Inġabret aktar informazzjoni – aggregata – dwar 22 % oħra tal-industrija f'dawn il-pajjiżi; din id-dejta supplimentari tkopri biss l-analiżi skont it-tip ta' fond, il-maniġer tal-fond u d-daqs tal-fond f'termini tal-AuM (ara **Tabella 1**). Id-dejta kollha fl-istħarriġ tkopri 93 % tal-industrija tal-MMFS fis-sitt pajjiżi (jew 89 % tas-settur tal-MMFS tal-UE).

([1]) Il-kopertura hija kemxejn iktar baxxa għall-obbligazzjonijiet minħabba n-nuqqas ta' dejta dwar il-bażi tal-investituri għall-MMFS ibbażati fil-Ġermanja.

Tabella 1

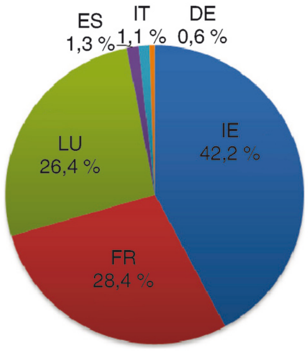
Stħarriġ tal-BERS: kopertura skont il-pajjiż (%)



Sors: Stħarriġ tal-BERS u l-BĊE.
Noti: Il-kopertura intenzjonata fir-rigward tal-AuM totali minn MMFS residenti f'kull pajjiż kienet ta' madwar 75 %. Il-partijiet bl-istrixxi jirreferu għar-rappurtar parzjali (i.e. it-tip ta' fondi biss). Il-kopertura fir-realtà hija ogħla jekk jitqies l-għadd doppju (e.g. il-kopertura tilħaq 60 % fil-każ ta' Franza meta jiġu esklużi l-fondi tal-fondi u l-fondi *master-feeder*).

Tabella 2

Kompożizzjoni tal-kampjun (skont l-AuM, %)



Sors: Stħarriġ tal-BERS.
Noti: Il-proporzjon tar-rappurtar sħiħ biss.

L-istħarriġ juri li l-fondi CNAV jirrappreżentaw madwar 43 % (jew EUR 433 biljun) tal-AuM totali tal-MMFS Ewropej. Madwar żewġ terzi ta' dawn il-fondi huma bbażati fl-Irlanda (EUR 272 biljun) u terz fil-Lussemburgu (EUR 161 biljun). L-MMFS ibbażati fi Franza huma maqsumin bejn VNAV għal żmien qasir (ST-VNAV) u fondi VNAV oħra (i.e. fondi VNAV esklużi ST-VNAV), 47 % u 36 % rispettivament. Fil-Ġermanja, l-Italja u Spanja, l-MMFS huma kważi esklużivament tat-tip VNAV. Fir-rigward tad-distinzjoni bejn is-CNAV u l-VNAV, għandu jiġi osservat li dawn iċ-ċifri huma bbażati fuq klassifikazzjoni magħmula mill-fondi mistħarrġa stess billi ma hemm ebda definizzjoni legali jew statistika ta' CNAV/VNAV; xi fondi għandhom kemm kategoriji ta' ishma CNAV kif ukoll kategoriji ta' ishma VNAV.

Fir-rigward tan-numru ta' fondi, l-istħarriġ jinkludi 123 fond CNAV li joperaw fil-Lussemburgu u l-Irlanda u li jirrappreżentaw 13 % tan-numru ta' fondi fis-sitt pajjiżi koperti mill-istħarriġ iżda 45 % tal-AuM tagħhom (ara **Skeda 1**). L-istħarriġ ikopri wkoll 330 fond VNAV (li minnhom 124 ST-VNAV) mis-sitt pajjiżi.

Skeda 1

Analiżi tal-AuM u numru ta' fondi skont it-tip u skont il-pajjiż (miljuni ta' EUR)

	Franza		Irlanda		Lussemburgu		Spanja		Italja		Ġermanja		Kampjun totali	
	Nru ta' fondi	AuM	Nru ta' fondi	AuM	Nru ta' fondi	AuM	Nru ta' fondi	AuM	Nru ta' fondi	AuM	Nru ta' fondi	AuM	Nru ta' fondi	AuM
CNAV	0	0	65	272,992	58	160,976	0	0	0	0	0	0	123	433,968
	0,0 %	0,0 %	66,3 %	88,2 %	19,5 %	64,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,8 %	44,4 %
ST-VNAV	111	185,800	3	11,701	6	23,409	4	208	0	0	0	0	124	221,118
	25,5 %	47,0 %	3,1 %	3,8 %	2,0 %	9,3 %	5,6 %	2,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,9 %	22,6 %
VNAV	95	141,840	6	8,707	7	19,375	67	8,774	13	7,855	18	4,213	206	190,763
	21,8 %	35,9 %	6,1 %	2,8 %	2,3 %	7,7 %	94,4 %	97,5 %	92,9 %	99,0 %	37,5 %	69,3 %	21,4 %	19,5 %
VNAV ohra	229	67,703	24	16,089	228	46,849	0	18	1	79	30	1,864	512	132,603
	52,6 %	17,1 %	24,5 %	5,2 %	76,5 %	18,7 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	53,1 %	13,6 %
UCITS	150	264,000	73	290,696	20	173,908	71	8,981	13	7,855	8	2,864	335	748,303
	34,5 %	66,8 %	74,5 %	93,9 %	6,7 %	69,4 %	100,0 %	99,8 %	92,9 %	99,0 %	16,7 %	47,1 %	34,8 %	76,5 %
Mhux UCITS	56	66,443	1	2,705	4	10,577	0	0	0	0	10	1,349	71	81,074
	12,9 %	16,8 %	1,0 %	0,9 %	1,3 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	20,8 %	22,2 %	7,4 %	8,3 %
Mhux dispo-nibbli	229	64,900	24	16,070	274	66,125	0	18	1	79	30	1,864	558	149,056
	52,6 %	16,4 %	24,5 %	5,2 %	91,9 %	26,4 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	57,9 %	15,2 %
Total	**435**	**395,343**	**98**	**309,471**	**298**	**250,610**	**71**	**8,999**	**14**	**7,934**	**48**	**6,077**	**964**	**978,434**

Sors: Stħarriġ tal-BERS u l-BĊE.
Noti: Il-kategorija "Total" tirreferi għall-istatistika tal-BĊE dwar il-partiti tal-karti tal-bilanċ (BSI) tal-MMFS u r-reġistru tal-MFI. Il-kategorija "VNAV oħra" tirreferi għall-fondi mhux koperti mill-istħarriġ. Il-kategorija "Mhux disponibbli" għall-fondi Franċiżi tirreferi għall-iskemi tal-impjegati, fondi *feeder*, fondi tal-fondi u fondi limitati għal investitur wieħed jew għal għadd limitat ta' investituri ("*fonds dédiés*") li jistgħu jkunu kemm UCITS kif ukoll mhux UCITS.

III.2 **Ħarsa ġenerali lejn l-assi tal-MMFS**

Fir-rigward tas-**setturi ekonomiċi**, l-istatistika tal-BĊE dwar l-MMFS turi li l-fondi jinvestu primarjament fis-settur tal-MFI. L-istħarriġ tal-BERS jikkonferma dan u juri li l-MFI għandhom medja ta' 75 % tal-assi tal-MMFS. Bħala regola, ma hemmx differenza fl-iskoperturi fit-tipi ta' fondi differenti (ara **Skeda 2** u **Tabella 4**). L-assi miżmuma mill-korporazzjonijiet mhux finanzjarji (NFC) huma relattivament żgħar (10 %). L-istatistika tal-BĊE turi wkoll it-tnaqqis fir-rilevanza tat-titoli tad-dejn mis-settur tal-NFC fil-portofoll tal-assi tal-MMFS (ara **Tabella 3**) f'dawn l-aħħar snin. Fir-rigward tal-emittenti, il-linji gwida CESR/AETS jillimitaw il-fondi f'termini tal-kwalità tal-kreditu. L-allokazzjoni tal-assi tal-MMFS Ewropej għalhekk hija kkonċentrata fuq ħruġ relattivament żgħir relatat mal-attivitajiet bankarji u l-attivitajiet mhux bankarji ta' kwalità tajba (ara FitchRatings, 2012).

Skeda 2

Allokazzjoni ta' investimenti skont it-tip ta' fond u s-settur (bħala % tal-assi totali)

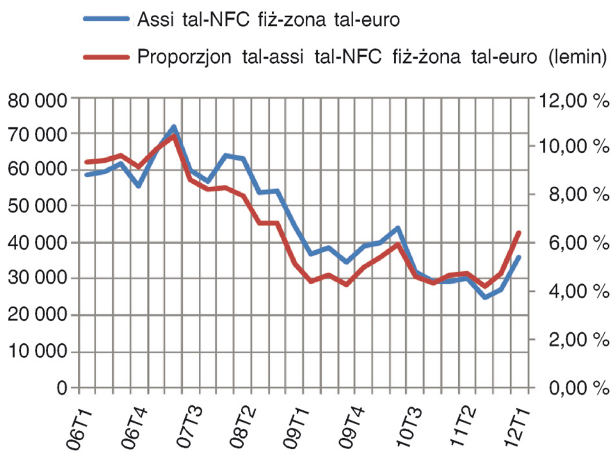
	MFI	Korporazz-jonijiet mhux finanzjarji	Gvern	Inter-medjarji finanzjarji oħra
1 - CNAV	73,9 %	9,7 %	13,7 %	2,7 %
2 - VNAV għal żmien qasir	79,7 %	11,2 %	8,4 %	0,7 %

	MFI	Korporazz-jonijiet mhux finanzjarji	Gvern	Inter-medjarji finanzjarji oħra
3 - VNAV (barra ST-VNAV)	74,7 %	7,9 %	16,0 %	1,4 %
1 - UCITS	75,4 %	9,3 %	13,2 %	2,1 %
2 - Mhux UCITS	73,7 %	12,6 %	12,5 %	1,2 %
Total (Stħarriġ)	75,2 %	9,6 %	13,1 %	2,1 %
Total (Dejta tal-BĊE)	75,5 %	6,6 %	11,1 %	6,9 %

Sors: Stħarriġ tal-BERS u l-BĊE.
Noti: It-totali tal-BĊE jirreferu biss għall-kontropartijiet fiż-żona tal-euro.

Tabella 3

Assi miżmuma mill-MMFS għall-NFC fiż-żona tal-euro (miljuni ta' EUR u %)



Sors: BĊE.
Noti: Il-"Proporzjon tal-assi tal-NFC fiż-żona tal-euro" jirreferi għall-proporzjon tal-assi tal-MMFS maħruġa mill-korporazzjonijiet mhux finanzjarji (NFC) taż-żona tal-euro mill-assi tal-MMFS maħruġa mir-residenti kollha taż-żona tal-euro.

Skont l-analiżi fi Skeda 2, l-MMFS jirrappreżentaw sors ta' finanzjament importanti għall-banek meta jitqabbel ma' setturi oħrajn. L-istatistika tal-BĊE dwar il-ħruġ tat-titoli tagħti evidenza tar-rilevanza tal-MMFS fir-rigward tal-finanzjament għal żmien qasir (i.e. b'maturitajiet ta' inqas minn sena) tal-MFI taż-żona tal-euro. Kif jidher minn Skeda 3, huma għandhom madwar 40 % tad-dejn għal żmien qasir maħruġ mill-banek fiż-żona tal-euro.

Skeda 3

Proporzjon tad-dejn totali għal żmien qasir tal-MFI taż-żona tal-euro miżmum mill-MMFS taż-żona tal-euro (miljuni ta' EUR u %)

Perjodu	Assi tal-MMF	Ħruġ ta' titoli	Proporzjon
2010T2	320 802	734 187	43,7 %
2010T3	314 738	743 246	42,3 %
2010T4	299 593	572 050	52,4 %
2011T1	289 694	617 695	46,9 %
2011T2	245 488	582 244	42,2 %
2011T3	238 795	613 012	39,0 %

Perjodu	Assi tal-MMF	Ħruġ ta' titoli	Proporzjon
2011T4	228 310	702 274	32,5 %
2012T1	258 594	710 553	36,4 %
2012T2	254 974	677 840	37,6 %

Sors: BĊE.

Barra dan, filwaqt li l-fondi VNAV ibbażati fi Franza għandhom skopertura sostanzjali għas-settur lokali tal-MFI (banek u MMFS oħra) il-fondi CNAV fl-Irlanda għandhom skopertura sostanzjali għall-MFI li mhumiex fl-UE (ara **Skeda 4** u **Tabella 4**). Min-naħa l-oħra, il-fondi bbażati fil-Lussemburgu jinvestu aktar f'MFI bbażati fl-UE barra mil-Lussemburgu. Fl-aħħar, f'termini relattivi, l-MMFS fil-Ġermanja, l-Italja u Spanja jinvestu aktar fis-settur tal-gvern tal-pajjiż.

Skeda 4

Analiżi magħżula tal-investimenti tal-MMFS skont ir-reġjun/it-tip ta' fond u s-settur (miljuni ta' EUR)

	Fondi CNAV ibbażati fl-Irlanda				
	MFI	NFC	Gvern	OFI	Total
Lokali	12 661	1 531	57	2	14 251
Oħrajn UE	75 205	4 644	6 997	808	87 654
Mhux UE	127 647	18 440	19 188	6 213	171 488
Total	215 513	24 615	26 242	7 023	273 393

	Fondi CNAV ibbażati fil-Lussemburgu				
	MFI	NFC	Gvern	OFI	Total
Lokali	965	0	446	0	1 411
Oħrajn UE	57 262	9 463	6 237	3 631	76 593
Mhux UE	32 954	6 101	23 906	735	63 696
Total	91 181	15 564	30 589	4 367	141 700

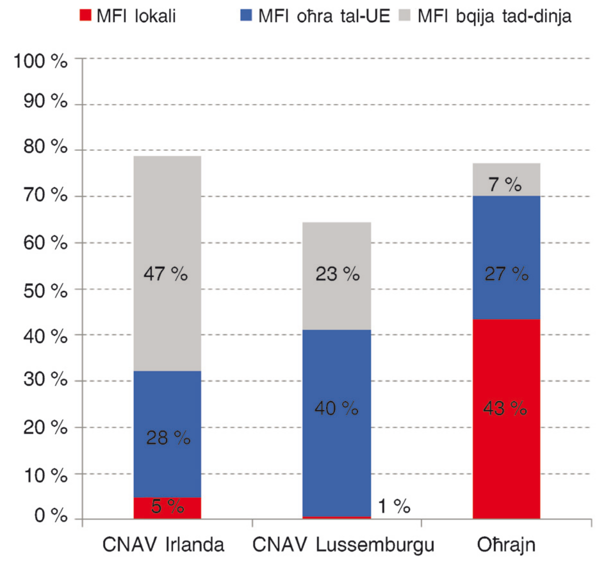
	Fondi VNAV ibbażati fi Franza				
	MFI	NFC	Gvern	OFI	Total
Lokali	109 905	12 087	4 709	555	127 256
Oħrajn UE	53 949	11 218	1 732	50	66 949
Mhux UE	3 100	678	0	0	3 778
Total	166 954	23 983	6 441	605	197 982

	Fondi bbażati fil-Ġermanja, l-Italja u Spanja				
	MFI	NFC	Gvern	OFI	Total
Lokali	6 390	213	10 093	101	16 797
Oħrajn UE	1 887	338	1 345	136	3 706
Mhux UE	284	54	237	8	583
Total	8 561	604	11 675	245	21 086

Sors: Stħarriġ tal-BERS.
Noti: Il-kopertura totali hija 65 % tal-AuM mill-MMFS ibbażati fis-sitt pajjiżi li bagħtu t-tagħrif.

Tabella 4

Proporzjon tal-investimenti fl-MFI skont l-oriġini ġeografika (%)



Sors: Stħarriġ tal-BERS.
Noti: "Oħrajn" jinkludu fondi minn Franza, l-Italja, Spanja u l-Ġermanja kif ukoll fondi VNAV mill-Irlanda u l-Lussemburgu. Il-kopertura hija 100 % tal-istħarriġ tal-BERS u madwar 70 % tat-total tal-AuM tal-MMFS tal-UE.

Fir-rigward tat-**tip ta' assi**, l-istħarriġ juri li l-istrumenti tas-suq tal-flus (e.g. karti kummerċjali, ċertifikati ta' depożitu) huma l-kategorija ta' assi l-aktar importanti fil-portafolli tal-MMFS (ara **Skeda 5**). Ir-*repos* irriversjati, li jintużaw mill-MMFS biex jipprovdu likwidità bi skambju għal kollateral, jammontaw għal 9 % biss tat-total tal-AuM u kważi kollha huma għand entitajiet oħra tal-MFI. It-titoli koperti b'assi (ABS) jirrappreżentaw biss frazzjoni żgħira. Il-perċentwali ta' "flus kontanti" (i.e. depożiti mingħajr maturità jew b'maturità mhux stabbilita) huwa 6,6 % tal-assi fil-kampjun; madankollu, il-preċentwali hu ogħla għall-fondi CNAV ibbażati fl-Irlanda (11 %) milli għal fondi oħra (e.g. 2 % għal CNAV ibbażati fil-Lussemburgu u 2,5 % għal ST-VNAV ibbażati fi Franza).

Skeda 5

Allokazzjoni tal-investimenti skont it-tip ta' fond u l-istrumenti tal-assi (%)

	Flus kontanti	Strumenti tas-suq monetarju		Reverse repos		Titoli koperti b'assi (ABS)	Dejn tal-gvern	Strumenti oħra / mhux allokati
			minnhom MFI		minnhom MFI			
1 - CNAV	7,9 %	58,1 %	48,9 %	11,4 %	11,3 %	1,1 %	13,7 %	7,9 %
2 - VNAV għal żmien qasir	4,0 %	77,5 %	67,3 %	5,8 %	5,8 %	0,1 %	8,4 %	4,5 %
3 - VNAV (barra ST-VNAV)	5,3 %	66,5 %	59,1 %	5,3 %	5,2 %	0,0 %	16,1 %	7,0 %
1 - UCITS	6,4 %	62,9 %	54,1 %	9,7 %	9,6 %	0,7 %	13,2 %	7,3 %
2 - Mhux UCITS	8,9 %	73,6 %	61,1 %	1,2 %	1,2 %	0,1 %	12,6 %	4,1 %
Total	6,6 %	63,7 %	54,7 %	9,0 %	9,0 %	0,7 %	13,1 %	7,0 %

Sors: Stħarriġ tal-BERS.
Noti: Proporzjon bħala perċentwali tat-total tal-AuM koperti fl-istħarriġ. Il-kategorija "Flus kontanti" tinkludi depożiti bankarji bla restrizzjonijiet. Depożiti b'maturità fissa huma inklużi fil-kategorija "Strumenti oħra".

L-istħarriġ jinkludi wkoll dejta dwar il-**maturità** tal-assi tal-MMFS; jidher li l-fondi CNAV għandhom profil tal-likwidità aktar konservattiv billi joperaw b'maturitajiet iqsar minn fondi oħra. Pereżempju, madwar 39 % (EUR 133 biljun) tal-AuM ta' CNAV jimmaturaw fi żmien ġimgħa meta jitqabblu ma' 22 % għal MMFS VNAV għal żmien qasir (l-aktar fi Franza) u 16 % għal MMFS VNAV oħra (ara **Skeda 6**). [1]

Skeda 6

Analiżi tal-assi skont it-tip ta' fond u skont l-intervall tal-iskadenza tal-maturità tal-assi (%)

	jum jew anqas/ overnight	> jum; ≤ ġimgħa	> ġimgħa; ≤ xahar	> xahar; ≤ 3 xhur	> 3 xhur; ≤ 6 xhur	> 6 xhur; ≤ sena	> sena; ≤ 397 jum	> 397 jum (MMF li mhumiex ST-MMF)	Kopertura
1 - CNAV	26,3 %	12,7 %	16,9 %	26,1 %	11,5 %	6,1 %	0,3 %	0,0 %	82 %
2 - VNAV għal żmien qasir	16,9 %	4,8 %	18,3 %	41,0 %	13,0 %	5,9 %	0,0 %	0,0 %	100 %
3 - VNAV (barra ST-VNAV)	12,4 %	3,3 %	13,5 %	32,7 %	20,4 %	16,3 %	1,5 %	2,4 %	99 %
1 - UCITS	21,9 %	8,8 %	16,7 %	30,5 %	13,4 %	8,2 %	0,5 %	0,6 %	87 %
2 - Mhux UCITS	14,5 %	2,7 %	15,3 %	36,5 %	19,7 %	10,8 %	0,4 %	0,3 %	100 %
Total	21,1 %	8,8 %	16,5 %	30,9 %	13,8 %	8,4 %	0,5 %	0,5 %	89 %

Sors: Stħarriġ tal-BERS.
Noti: "Kopertura" tirreferi għall-proporzjon mit-total tal-AuM (kif identifikat fl-istħarriġ) b'dejta disponibbli dwar l-analiżi tal-maturitajiet. Il-kategorija "jum jew anqas" tinkludi wkoll depożiti bla maturità jew b'maturità mhux stabbilita.

Fl-aħħar, l-istatistika tal-BĊE tipprovdi wkoll ħarsa ġenerali lejn l-assi tal-fondi skont il-munita. Iċ-ċifri fi Skeda 7 juru li l-akbar proporzjon ta' assi miżmuma mill-MMFS Irlandiżi huwa denominat f'GBP, filwaqt li l-akbar proporzjon miżmum mill-MMFS ibbażati fil-Lussembrugu huwa denominat f'USD. L-assi denominati f'muniti oħra li mhumiex l-euro huma parti negliġibbli mit-total tal-AuM mill-fondi fi Franza, il-Ġermanja, l-Italja u Spanja. L-evidenza storika tissuġġerixxi li l-MMFS m'għandhomx diskrepanzi sinifikanti bejn munita u oħra.

Skeda 7

Analiżi skont il-munita tal-assi għall-MMFS ibbażati fl-Irlanda, il-Lussemburgu u Franza (miljuni ta' EUR u %)

	Munita ta' denominazzjoni tal-assi	Titoli tad-dejn MFI lokali	Titoli tad-dejn MFI oħrajn ŻE	Titoli tad-dejn mhux MFI lokali	Titoli tad-dejn mhux MFI oħrajn ŻE	Titoli tad-dejn barra ŻE	Depożiti barra ŻE	Assi oħra	Totali skont il-munita	% skont il-munita
Irlanda	*EUR*	180	14 359	1 246	7 470	18 839	10 929		53 023	17,13 %
	USD	176	9 157	5	542	66 759	18 737		95 376	30,82 %
	GBP	108	25 300	285	2 596	86 313	32 525		147 127	47,54 %
	CHF	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %
	Mhux disponibbli [1]							13 945	13 945	4,51 %
	Totali skont l-intestatura	*464*	*48 816*	*1 536*	*10 608*	*171 911*	*62 191*	*13 945*	*309 471*	*100,00 %*

[1] Il-perċentwali jirreferu għat-total tal-AuM ta' fondi koperti mill-istħarriġ tal-BERS u li għalihom hemm disponibbli analiżi tal-maturità (e.g. 81 % tat-total tal-AuM għal fondi CNAV u 100 % għal kategoriji oħra ta' fondi). Dawn il-perċentwali jistgħu għalhekk jinbidlu jekk il-kopertura tiġi estiża għall-fondi kollha.

	Munita ta' denominazzjoni tal-assi	Titoli tad-dejn MFI lokali	Titoli tad-dejn MFI ohrajn ŻE	Titoli tad-dejn mhux MFI lokali	Titoli tad-dejn mhux MFI ohrajn ŻE	Titoli tad-dejn barra ŻE	Depożiti barra ŻE	Assi ohra	Totali skont il-munita	% skont il-munita
Lussemburgu	*EUR*	712	20 257	1 277	30 303	18 660	6 631		77 840	31,06 %
	USD	838	8 848	111	5 700	61 630	35 607		112 734	44,98 %
	GBP	211	3 642	19	2 803	9 034	3 825		19 534	7,79 %
	CHF	167	2 026	0	655	1 894	301		5 043	2,01 %
	JPY	0	0	0	75	362	0		437	0,17 %
	Mhux disponibbli (1)							35 022	35 022	13,97 %
	Totali skont l-intestatura	*1 928*	*34 773*	*1 407*	*39 536*	*91 580*	*46 364*	*35 022*	*250 610*	*100,00 %*
Franza	*EUR*	155 494	45 834	31 748	31 076	38 989	860		304 001	76,90 %
	USD	271	124	58	132	263	4		852	0,22 %
	GBP	0	0	0	0	45	0		45	0,01 %
	CHF	0	320	27	0	341	0		688	0,17 %
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %
	Mhux disponibbli (1)							89 757	89 757	22,70 %
	Totali skont l-intestatura	*155 765*	*46 278*	*31 833*	*31 208*	*39 638*	*864*	*89 757*	*395 343*	*100,00 %*

Sors: BĊE.

(1) Il-kategorija "Mhux disponibbli" tirreferi għall-investimenti tal-MMFS (i) f'ishma u ekwitajiet oħra (ġeneralment negliġibbli) (ii) f'ishma ta' MMFS oħra u (iii) fl-assi li jibqa'. Fil-każ ta' Franza, il-komponent (ii) huwa sinifikanti, madwar EUR 50 biljun, x'aktarx denominati bl-euro.

III.3 Ħarsa ġenerali lejn l-investituri tal-MMFS

L-istatistika tal-BĊE dwar l-MMFS toffri biss ħarsa ġenerali lejn il-kompożizzjoni tal-investituri tal-MMFS, b'mod partikolari għaż-żona tal-euro. Id-dejta mill-istħarriġ tal-BERS tikkomplementa l-istatistika tal-BĊE b'informazzjoni supplimentari dwar l-analiżi settorjali tal-bażi tal-investituri, b'mod partikolari għal investituri minn barra ż-żona tal-euro. Skeda 8 tiġbor fil-qosor l-analiżi ġeografika tal-investituri tal-MMFS skont ir-reġjun u t-tip ta' fond miż-żewġ sorsi disponibbli.

Fir-rigward tal-**analiżi ġeografika**, il-fondi bbażati fi Franza, l-Italja u Spanja juru b'mod ċar li għandhom bażi ta' investituri lokali, filwaqt li l-fondi bbażati fl-Irlanda u l-Lussemburgu jiddependu ferm aktar mid-domanda barranija. Madankollu jeżistu xi diskrepanzi bejn iż-żewġ sorsi ta' dejta fil-kompożizzjoni ġeografika tal-investituri, b'mod partikolari l-qasma bejn l-investituri taż-żona tal-euro/l-UE *vis-à-vis* l-bqija tad-dinja fil-każ ta' fondi bbażati fl-Irlanda u l-Lussemburgu (ara **Skeda 8**). Dawn jistgħu jkunu dovuti għal koperturi differenti u d-diffikultajiet oġġettivi tal-maniġers tal-fondi biex jikklassifikaw ir-reġjun u s-settur tal-oriġini tal-investituri tagħhom. Skont id-dejta tal-istħarriġ, l-investituri residenti barra mill-UE jammontaw għal parti mdaqqsa tal-bażi tal-investituri tal-MMFS (41 %), li hija ferm ikbar fil-każ tal-Irlanda (70 %). Għal din ir-raġuni, 90 % tal-investituri residenti barra mill-UE fl-MMFS tal-UE għażlu li jinvestu f'fondi CNAV. Fl-aħħar, il-bażi tal-investituri tal-MMFS Ġermaniżi hija disponibbli biss fl-istatistika tal-BĊE, u din turi predominanza ta' investituri lokali.

Skeda 8

Tqabbil tal-analiżi ġeografika tal-investituri fl-MMFS Ewropej bejn l-istatistika tal-BĊE u l-istħarriġ tal-BERS (f'miljuni ta' EUR u %)

		LOKALI	ŻONA EURO (barra lokali)	UE (barra lokali)	Bqija tad-dinja (1)	Residwi	Total (Miljuni EUR)	LOKALI	ŻONA EURO (barra lokali)	UE (barra lokali)	Bqija tad-dinja
Franza	Dejta BĊE	368 496	16 718	n/a	2 676	7 453	395 343	93 %	4 %	n/a	1 %
	Stħarriġ	193 645	n/a	2 475	67	n/a	196 187	99 %	n/a	1 %	0 %
Irlanda	Dejta BĊE	15 789	36 487	n/a	252 693	4 502	309 471	5 %	12 %	n/a	82 %
	Stħarriġ	17 018	n/a	71 563	202 364	n/a	290 945	6 %	n/a	25 %	70 %

		LOKALI	ŻONA EURO (barra lokali)	UE (barra lokali)	Bqija tad-dinja ([1])	Residwi	Total (Miljuni EUR)	LOKALI	ŻONA EURO (barra lokali)	UE (barra lokali)	Bqija tad-dinja
Lussemburgu	Dejta BĊE	10 172	81 766	n/a	152 159	6 513	250 610	4 %	33 %	n/a	61 %
	Stħarriġ	12 493	n/a	92 651	79 340	n/a	184 485	7 %	n/a	50 %	43 %
Italja	Dejta BĊE	7 820	12	n/a	22	80	7 934	99 %	0 %	n/a	0 %
	Stħarriġ	7 820	n/a	15	20	n/a	7 854	100 %	n/a	0 %	0 %
Spanja	Dejta BĊE	8 860	72	n/a	28	39	8 999	98 %	1 %	n/a	0 %
	Stħarriġ	8 881	n/a	100	0	n/a	8 981	99 %	n/a	1 %	0 %
Ġermanja	Dejta BĊE	4 120	1 547	n/a	384	26	6 077	68 %	25 %	n/a	6 %
	Stħarriġ	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Total	Dejta BĊE	435 941	137 229	n/a	408 653	18 736	1 000 559	44 %	14 %	n/a	41 %
	Stħarriġ	239 857	n/a	166 804	281 791		688 452	35 %	n/a	24 %	41 %

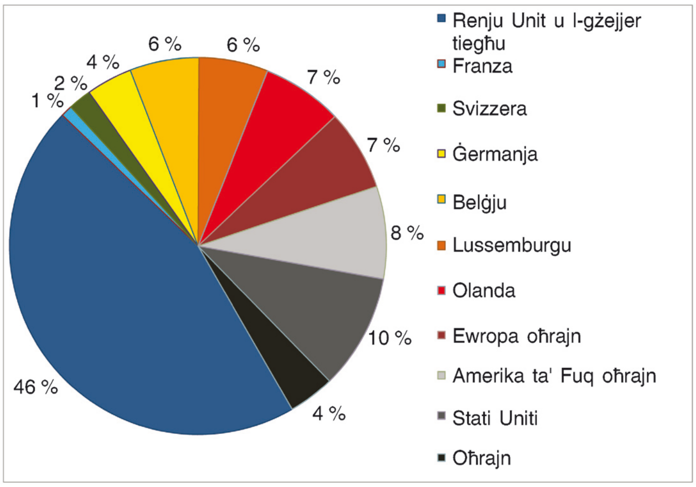
Sors: Stħarriġ tal-BERS u l-BĊE.

([1]) Ekwivalenti għal residenti barra mill-UE għall-istħarriġ tal-BERS u għal residenti barra ż-żona tal-euro għas-sensiela tad-dejta tal-BĊE.

L-inċertezza dwar id-dejta li għandha x'taqsam mal-bażi tal-investituri tkompli tidher ċara mid-dejta tal-IMMFSA, li tindika proporzjon ferm iżgħar ta' investituri mhux ibbażati fl-UE għall-fondi CNAV tal-UE (ara **Tabella 5**).

Tabella 5

Investituri fl-MMFS tal-IMMFA skont il-pajjiż (Diċembru 2010)



Sors: IMMFA (imsemmi fid-Dokument Okkażjonali tal-BERS, 2012).

Meta wieħed iħares lejn l-**analiżi settorjali** tal-bażi tal-investituri tal-MMFS tal-UE (ara **Skeda 9**) l-istħarriġ juri l-importanza tas-settur tal-MFI bħala investitur (32 % tal-bażi tal-investituri); is-settur korporattiv jiġi fit-tieni post bi proporzjon ta' 21 %, segwit mill-kumpaniji tal-assigurazzjoni u s-settur tal-fondi tal-pensjoni (ICPF) bi 13 %, u istituzzjonijiet finanzjarji oħra (OFI; e.g. fondi oħra ta' investiment, *hedge funds*) bi 12 %. Għalhekk, l-MMFS mhumiex biss sors ta' finanzjament importanti għall-banek iżda l-banek stess huma wkoll investituri importanti fl-MMFS.

Skeda 9

Bażi tal-investituri għal kategoriji magħżula ta' fondi (miljuni ta' EUR u %)

Tip ta' fondi	Pajjiżi	TOTAL (Miljuni ta' EUR)	MFI	NFC	OFI	ICPF	IND	Ohrajn/mhux dispo-nibbli	Kopertura ([1])	Koper-tura aġġus-tata
1 - CNAV	Irlanda	272 962	**37,8 %**	**10,7 %**	**22,0 %**	3,2 %	0,1 %	26,3 %	100,0 %	73,7 %
	Lussemburgu	141 700	**48,8 %**	**32,5 %**	1,5 %	3,1 %	**13,5 %**	0,6 %	88,0 %	87,5 %
2 - VNAV għal żmien qasir	Franza	103 389	14,7 %	22,4 %	1,1 %	50,7 %	5,1 %	6,0 %	55,6 %	49,7 %
	Pajjiżi oħra	35 598	21,5 %	11,2 %	31,9 %	24,7 %	1,1 %	9,5 %	100,0 %	90,5 %
3 - VNAV (barra ST-VNAV)	Franza	92 798	**25,5 %**	**44,0 %**	5,7 %	10,0 %	5,7 %	9,1 %	65,4 %	56,3 %
	Pajjiżi oħra	44 710	8,7 %	3,0 %	5,5 %	10,2 %	**55,0 %**	17,5 %	100,0 %	82,5 %
1 - UCITS	Pajjiżi kollha	636 383	34,4 %	20,2 %	12,7 %	10,6 %	7,1 %	15,0 %	99,4 %	84,4 %
2 - Mhux UCITS	Pajjiżi kollha	54 774	7,4 %	29,1 %	2,3 %	37,8 %	17,6 %	5,8 %	97,6 %	91,8 %
Total	Pajjiżi kollha	691 157	32,2 %	20,9 %	11,9 %	12,7 %	7,9 %	14,3 %	70,6 %	56,4 %

Sors: Stħarriġ tal-BERS.

([1]) Kopertura skont it-tip ta' fondi kkalkulata b'referenza għat-totali tar-rappurtar sħiħ u parzjali. Il-kopertura għat-totali tiġi kkalkulati fir-rigward tat-total tal-popolazzjoni tal-fondi tas-sitt pajjiżi li bagħtu tagħrif skont id-dejta tal-BĊE. Il-kopertura aġġustata hija l-kopertura nnettjata tal-kategorija "Ohrajn/mhux disponibbli". **Iċ-ċelloli mmarkati bl-aħmar jirreferu għal aktar minn EUR 20 biljun**.

Meta wieħed iħares lejn xi **speċifiċitajiet nazzjonali**, id-dejta turi d-dominanza tal-investituri tal-MFI għal fondi CNAV ibbażati fil-Lussembrugu u l-Irlanda; il-fondi CNAV Irlandiżi huma wkoll rilevanti ħafna għall-investituri minn OFI barra l-UE (22 %). Il-kumpaniji tal-assigurazzjoni u l-fondi tal-pensjoni huma l-investituri ewlenin fil-fondi ST-VNAV ibbażati fi Franza. L-akbar konċentrazzjoni ta' investimenti minn NFC fl-MMFS hija osservata għall-fondi CNAV ibbażati fil-Lussembrugu (EUR 46 biljun), għall-fondi VNAV ibbażati fi Franza barra dawk ST (EUR 41 biljun) u għall-fondi CNAV Irlandiżi (EUR 29 biljun). Fl-aħħar, il-maġġoranza l-kbira tal-investituri tal-MMFS fi Spanja u l-Italja jiġu mis-settur tal-individwi u l-familji. Iċ-ċifra totali għall-investimenti tal-individwi tal-UE fl-MMFS għas-sitt pajjiżi li bagħtu t-tagħrif tlaħħaq EUR 32 biljun. Il-fondi CNAV tal-Lussemburgu (EUR 16-il biljun) għandhom proporzjon imdaqqas ta' investituri mis-settur tal-individwi u l-familji li mhumiex residenti fl-UE.

III.4 Konċentrazzjoni tal-industrija

L-industrija Ewropea tal-MMFS hija kkonċentrata ġmielha, b'mod partikolari għall-fondi CNAV. Skont l-istħarriġ, l-aqwa għaxar fondi CNAV fl-Ewropa – minn total ta' 123 – għandhom sehem mis-suq ta' madwar 55 %, li jirrappreżenta EUR 226 biljun (ara **Skeda 10**). Dan jitqabbel ma' 33 % għall-aqwa għaxar fondi VNAV, li lkoll kemm huma minbarra wieħed huma bbażati fi Franza. Fil-każ ta' fondi mhux UCITS, l-aqwa għaxar fondi jammontaw għal 74 % tas-sehem tas-suq. ([1])

Skeda 10

Konċentrazzjoni tal-aqwa 3, 5, 10 u 20 fond għal kategoriji magħżula ta' fondi (%)

Fondi	CNAV Irlanda	CNAV Lussem-burgu	Franza	CNAV kollha	VNAV kollha	UCITS	Mhux UCITS	Il-fondi kollha
L-ewwel 3	26,10 %	65,40 %	16,70 %	27,60 %	15,10 %	16,50 %	46,10 %	12,30 %
L-ewwel 5	38,40 %	77,30 %	23,10 %	36,50 %	21,10 %	22,70 %	55,70 %	17,60 %
L-ewwel 10	64,00 %	86,80 %	35,90 %	55,50 %	32,80 %	34,40 %	73,70 %	26,80 %

([1]) L-aktar minħabba fond VNAV kbir ibbażat fi Franza li jirrappreżenta 35 % tal-fondi mhux UCITS fl-istħarriġ.

Fondi	CNAV Irlanda	CNAV Lussem-burgu	Franza	CNAV kollha	VNAV kollha	UCITS	Mhux UCITS	Il-fondi kollha
L-ewwel 20	84,30 %	mhux disp.	50,50 %	77,60 %	48,10 %	52,20 %	88,80 %	40,60 %

Sors: Stħarriġ tal-BERS.
Noti: Il-proporzjonijiet għall-kategoriji "Franza" u "Il-fondi kollha" huma kkalkulati mat-total ta' AuM kif irrappurtat fl-istatistika tal-BĊE għall-pajjiżi li bagħtu t-tagħrif; għall-kategoriji l-oħra kollha, il-proporzjonijiet jirreferu għat-total tal-AuM ta' fondi li għalihom hemm disponibbli l-informazzjoni korrispondenti (CNAV jew VNAV, UCITS jew mhux UCITS), rispettivament 89 % u 82 % tat-total.

Analiżi tal-konċentrazzjoni skont il-grupp amministrattiv turi li l-aqwa ħames gruppi li jamministraw l-MMFS fl-Ewropa jirrappreżentaw 40 % tal-industrija totali tal-MMFS tal-UE, u l-aqwa għaxra jirrappreżentaw 54 %. L-industrija tal-fondi CNAV hija saħansitra iktar ikkonċentrata, bl-aqwa ħames gruppi jirrappreżentaw 87 % tan-negozju fil-Lussemburgu u 59 % fl-Irlanda. Fir-rigward tal-fondi mhux UCITS, l-aqwa tliet operaturi fl-Ewropa jamministraw madwar 67 % tas-settur. Minn fost l-aqwa għaxar gruppi fl-Ewropa, sebgħa għandhom x'jaqsmu mal-banek (fosthom erbgħa mill-aqwa ħamsa), tnejn huma maniġers tal-assi indipendenti u wieħed jagħmel parti minn grupp tal-assigurazzjoni.

Skeda 11

Konċentrazzjoni tal-industrija tal-MMFS skont il-grupp amministrattiv tal-fondi (%)

Sponsors	CNAV Irlanda	CNAV Lussem-burgu	Franza	CNAV kollha	VNAV kollha	UCITS	Mhux UCITS	Il-fondi kollha
L-ewwel 3	43,90 %	84,10 %	46,20 %	51,10 %	43,90 %	37,90 %	67,00 %	30,00 %
L-ewwel 5	59,30 %	86,80 %	58,60 %	61,10 %	55,70 %	47,10 %	77,00 %	40,50 %
L-ewwel 10	73,80 %	mhux disp.	71,10 %	81,60 %	70,20 %	62,30 %	91,90 %	53,60 %

Sors: Stħarriġ tal-BERS
Noti: Il-proporzjonijiet għall-kategoriji "Franza" u "Il-fondi kollha" huma kkalkulati mat-total tal-AuM kif irrappurtat fl-istatistika tal-BĊE għall-pajjiżi li bagħtu t-tagħrif; għall-kategoriji l-oħra kollha, il-proporzjonijiet jirreferu għat-total tal-AuM ta' fondi li għalihom hemm disponibbli l-informazzjoni korrispondenti (CNAV jew VNAV, UCITS jew mhux UCITS), rispettivament 89 % u 82 % tat-total.

III.5 **Devjazzjoni tal-fondi CNAV mill-parità**

Fil-passat, l-MMFS Ewropej urew devjazzjonijiet bejn il-prezz parallel u l-prezz kostanti tagħhom (i.e. batew telf mhux realizzat ikkalkulat bil-prezz tas-suq). Skont l-istħarriġ tal-BERS, minn kampjun ta' 76 fond (b'AuM ta' EUR 414-il biljun) 18-il fond CNAV ħabbtu wiċċhom ma' devjazzjonijiet ta' mhux aktar minn 10 bps u 15-il fond CNAV kellhom devjazz-jonijiet ta' aktar minn 10 bps fil-perjodu bejn Ġunju 2007 u Ġunju 2012 (ara **Skeda 12**). Barra dan, 13 minn 15-il fond CNAV li ħabbtu wiċċhom ma' devjazzjonijiet ta' aktar minn 10 bps jammontaw għal madwar EUR 72 biljun tal-AuM ([1]); dawn jinkludu tlieta mill-akbar għaxar fondi fil-kampjun. Madankollu, għal xi fondi, id-devjazzjonijiet kienu limitati għall-avveniment marbut mal-kreditu wara l-kollass ta' Lehman fl-2008. Għandu jiġi osservat li din id-dejta tkopri kemm il-perjodi qabel kif ukoll il-perjodi wara r-riforma regolatorja tal-MMFS li saret minn CESR/AETS, u li d-devjazzjonijiet li seħħew matul dawn il-perjodi ma jistgħux jingħażlu mid-dejta tal-istħarriġ.

Skeda 12

Devjazzjonijiet tal-fondi CNAV mill-parità fil-perjodu bejn Ġunju 2007 u Ġunju 2012 (miljuni ta' EUR u %)

Devjazzjoni	Total	bid-dejta dwar id-daqs disponibbli			
	Għadd ta' fondi	Għadd ta' fondi	Total NAV	Proporzjon	NAV l-ewwel 3
Sa 10 bps	18	13	77,872	28,00 %	45,935
11-il bps jew aktar	15	12	72,253	26,50 %	45,935

Sors: Stħarriġ tal-BERS.
Noti: Għadd ta' devjazzjonijiet mill-parità fil-perjodu bejn Ġunju 2007 u Ġunju 2012; kopertura: 78 CNAV (id-dejta dwar id-daqs tal-fondi hija disponibbli għal 65 fond biss).

([1]) Id-dejta għaż-żewġ fondi CNAV l-oħra mhijiex disponibbli.

IV. RAKKOMANDAZZJONIJIET TAL-BERS

IV.1 Ambitu tar-Rakkomandazzjonijiet

L-**għan tal-politika** li jiggwida r-Rakkomandazzjonijiet tal-BERS huwa li jtaffi r-riskji maħluqa mill-MMFS ibbażati fl-UE għall-istabbiltà finanzjarja li tirriżulta mill-karatteristiċi tagħhom simili għal dawk ta' bank u s-suxxettibbiltà tagħhom għal azzjonijiet min-naħa tal-investituri (b'mod partikolari għall-fondi CNAV). Ir-Rakkomandazzjonijiet jippruvaw jinfurzaw ukoll l-implimentazzjoni xierqa u konsistenti fl-Ewropa tar-Rakkomandazzjonijiet rilevanti tal-IOSCO.

Il-Kummissjoni indikat l-intenzjoni tagħha li tiżviluppa miżuri leġiżlattivi li jkunu jgħoddu għall-Unjoni Ewropea fir-rigward tal-UCITS u l-MMFS. B'koerenza mal-għan ta' implimentazzjoni armonizzata mifruxa fl-UE kollha, il-Kummissjoni hija l-uniku **destinatarju** tar-Rakkomandazzjonijiet tal-BERS. Il-Kummissjoni tista' tfittex il-parir tal-Awtoritajiet Superviżorji Ewropej (ASE), b'mod speċjali tal-AETS, fir-rigward tal-implimentazzjoni tar-rakkomandazzjonijiet tal-BERS u, sabiex tiġi żgurata l-applikazzjoni armonizzata tar-Rakkomandazzjonijiet, tista' titlobhom jiżviluppaw l-istandards tekniċi, il-linji gwida u r-rakkomandazzjonijiet meħtieġa (fosthom il-mudelli ta' rappurtar u divulgazzjoni). It-twaqqif ta' standards tekniċi li għandhom x'jaqsmu mar-regolamenti dwar l-MMFS mhuwiex fl-ambitu ta' dan l-anness.

Fir-rigward tal-perjodu ta' implimentazzjoni għar-Rakkomandazzjonijiet, u skont l-iskeda ta' żmien maħsuba għar-riforma tal-qafas tal-UCITS, il-Kummissjoni hija mistiedna tibgħat rapport lill-BERS sa tmiem Ġunju 2013 u sa tmiem Ġunju 2014 dwar il-progress li jkun sar dwar l-implimentazzjoni tar-Rakkomandazzjonijiet. Għal Rakkomandazzjoni A, qegħdin jiġu proposti wkoll dispożizzjonijiet temporanji.

F'termini ta' **kopertura tal-fondi**, skont ir-Rakkomandazzjonijiet tal-IOSCO, ir-Rakkomandazzjonijiet tal-BERS jikkonċentraw fuq l-impriżi tal-investiment kollettiv (CIU) ibbażati fl-UE li jiġu offruti/jinbiegħu lil investituri li jfittxu li jżommu l-kapital, jipprovdu likwidità ta' kuljum u jimmiraw għal redditi li jkunu konformi mar-rati tas-suq tal-flus. B'mod partikolari huma jindirizzaw fondi li għandhom it-tikketta u jinbiegħu bħala MMFS jew bħala li jkollhom il-karatteristiċi ta' MMFS (i.e. li jfittxu li jżommu l-valur tal-kapital, il-fidi ta' kuljum u r-rati tas-suq tal-flus) jew fondi mibjugħin b'mod li jagħtu dik l-impressjoni (e.g. jinbiegħu bħala fondi ta' flus kontanti, fondi likwidi jew fondi ta' likwidità, jew fondi b'maturità qasira). Jekk ma ssir ebda referenza espliċita għat-tip ta' fond (e.g. CNAV, VNAV, MMFS għal żmien qasir, UCITS, mhux UCITS), ir-Rakkomandazzjonijiet tal-BERS huma maħsubin biex ikopru t-tipi kollha ta' MMFS Ewropej kif definiti aktar 'il fuq, irrispettivament minn isimhom jew mill-qafas regolatorju applikabbli.

Hawn taħt tinsab diskussjoni dettaljata dwar kull Rakkomandazzjoni, flimkien mar-raġunament ekonomiku warajha u evalwazzjoni tagħha, fosthom il-vantaġġi u l-iżvantaġġi li jista' jkollha u, jekk ikun il-każ, l-impatt potenzjali fuq is-suq. Għall-evalwazzjoni, isir użu estensiv mill-istudji ta' riċerka, mir-riżultati tal-ġbir ta' dejta speċifika u mid-diskussjonijiet mal-parteċipanti fis-suq.

IV.2 Rakkomandazzjoni A – Ċaqliqa obbligatorja għall-valur tal-assi netti varjabbli

Il-Kummissjoni hija rakkomandata tiżgura li l-leġiżlazzjoni rilevanti tal-Unjoni Ewropea:

1. ***titlob li l-MMFS ikollhom valur tal-assi netti varjabbli***;

2. ***titlob li l-MMFS jagħmlu użu ġenerali minn valutazzjoni ġusta u jillimitaw l-użu tal-kontabilità bil-kost amortizzat għal għadd limitat ta' ċirkostanzi definiti minn qabel***.

IV.2.1 *Raġunament ekonomiku*

a) Għażliet tal-politika

Konsiderazzjoni ta' riskju sistemiku kbir dwar l-MMFS hija li huma l-entitajiet bankarji paralleli li jwettqu funzjoni ekonomika simili għall-banek. Filwaqt li huma suġġetti għas-superviżjoni tas-suq, m'għandhomx il-forma legali ekwivalenti u l-qafas regolatorju applikabbli għall-banek (ara Taqsima II).

Ir-Rakkomandazzjonijiet tal-IOSCO (Ottubru 2012) kif approvati mill-FSB għandhom l-għan li jindirizzaw din il-kwistjoni. Id-dokument konsultattiv tal-FSB (Novembru 2012) dwar l-attività bankarja parallela japprova x-xogħol tal-IOSCO. Dan id-dokument jiddikjara li r-riskji jistgħu jiġu indirizzati b'żewġ modi: (i) billi jitneħħew il-karatteristiċi tal-MMFS li jżidu s-suxxettibbiltà tagħhom għal azzjonijiet min-naħa tal-investituri, i.e. ineħħu l-karatteristiċi simili għad-depożiti li huma jaqsmu mal-banek, (ii) billi jippermettu lill-MMFS iżommu l-karatteristiċi li huma simili għad-depożiti u jimplimentaw miżuri li jtaffu r-riskji bl-istess mod bħar-regolamentazzjoni dwar il-prudenza bankarja.

L-ewwel possibbiltà titlob riformi għall-valutazzjoni tal-ishma tal-MMFS biex jitneħħew il-karatteristiċi simili għad-depożiti. Konsegwentement, il-valutazzjoni tal-ishma trid tirrifletti aħjar il-valur tal-assi sottostanti tal-MMFS. Dan ifisser li l-MMFS ikollhom jużaw il-mudell VNAV u jagħmlu użu ġenerali mill-valutazzjoni ġusta; jekk tkompli tintuża l-kontabilità bil-kost amortizzat, din m'għandhiex tippermetti li l-valur tal-assi jvarja b'mod sinifikanti mill-valur

ġust. Inkella l-MMFS jistgħu jkomplu jitħallew jużaw il-mudell CNAV, bil-kundizzjoni li jkun hemm allinjament aħjar mar-regolamentazzjoni bankarja. B'mod partikolari, ikollhom jaħdmu b'rekwiżiti ekwivalenti għall-kapital, il-likwidità u rekwiżiti prudenzjali oħra li japplikaw għall-banek u jħarsuhom mill-azzjonijiet tal-investituri.

Dan huwa rifless fir-Rakkomandazzjoni 10 tal-IOSCO li tgħid li l-MMFS li joffru NAV stabbli għandhom ikunu suġġetti għal miżuri mfasslin biex inaqqsu r-riskji speċifiċi marbuta mal-karatteristika tagħhom ta' NAV stabbli u biex jinternalizzaw l-ispejjeż li jinħolqu minn dawn ir-riskji. Ir-regolaturi għandhom jitolbu, fejn dan jista' jsir, il-konverżjoni għal NAV fluttwanti/varjabbli. Inkella għandhom jidħlu salvagwardji biex ikomplu jsaħħu l-MMFS b'NAV stabbli u l-kapaċità tagħhom biex jaffrontaw fidi sinifikanti. Fid-dokument konsultattiv tiegħu ta' Novembru 2012 li hemm referenza għalih aktar 'il fuq, l-FSB jgħid ukoll li meta konverżjoni bħal din ma tkunx tista' ssir, is-salvagwardji meħtieġa għandhom ikunu ekwivalenti funzjonalment fl-effett tagħhom għar-rekwiżiti tal-kapital, tal-likwidità u rekwiżiti prudenzjali oħra għall-banek, li jħarsuhom minn azzjonijiet kontra d-depożiti tagħhom. Ir-Rakkomandazzjoni 4 tal-IOSCO tgħid ukoll li l-MMFS għandhom jikkonformaw mal-prinċipju ġenerali tal-valur ġust meta jivvalutaw it-titoli miżmumin fil-portafoll tagħhom. Il-metodu bl-ispiża amortizzata għandu jintuża biss f'ċirkostanzi limitati.

Meta wieħed iqis ċaqliqa minn CNAV għal VNAV, għandha tingħata kunsiderazzjoni bir-reqqa għall-iżviluppi internazzjonali li jkunu għaddejjin (ara Taqsima I.1). L-FSB għandu jiffinalizza l-pakkett tiegħu ta' rakkomandazzjonijiet dwar l-attività bankarja parallela f'Settembru 2013 (FSB, Novembru 2012). Minħabba l-interkonnettività bejn is-swieq u l-kapaċità qawwija ta' adattament tas-sistema tal-attività bankarja parallela, jista' jingħad li l-proposti dwar l-attività bankarja parallela, li l-MMFS hija parti minnha, għandhom ikunu komprensivi u li approċċ parzjali jew mhux komplet jinqabeż faċilment. L-FSB iddikjara li, ladarba jitħejjew ir-rakkomandazzjonijiet finali tiegħu, huwa se jaħdem fuq il-proċeduri biex jiġi żgurat li r-rakkomandazzjonijiet diversi tal-politika dwar is-sistema bankarja parallela jiġu implimentati kif jixraq. Madankollu, l-FSB mhuwiex qiegħed iqis aktar xogħol fuq ir-rakkomandazzjonijet dwar l-MMFS infushom.

Skont in-natura fundamentali tal-prodott tal-MMFS, l-għażla politika preferuta hija dik li jissaħħu l-karatteristiċi tal-investiment tal-MMFS u li jitnaqqsu l-karatteristiċi bankarji u dawk simili għad-depożiti tagħhom permezz tal-konverżjoni obbligatorja tal-fondi CNAV f'fondi VNAV. Ir-raġunament sottostanti għala wieħed għandu jmur lil hinn mir-Rakkomandazzjoni 10 tal-IOSCO hija biex jitnaqqas l-inċentiv għal azzjonijiet min-naħa tal-investituri, tiżdied it-trasparenza fil-prezzijiet u tonqos l-interkonnettività, kif se jiġi diskuss b'aktar dettalji hawn taħt.

b) Tnaqqis tar-riskji

Filwaqt li l-azzjonijiet min-naħa tal-investituri jistgħu jseħħu bit-tipi kollha ta' fondi li jipprovdu diskrepanza fil-maturità jew likwidità, il-fondi CNAV għandhom karatteristiċi li jissuġġerixxu li investitur x'aktarx li jfittex il-"vantaġġ ta' *first-mover*" f'perjodi ta' tensjoni fis-swieq (ara Taqsima II.1). Il-konverżjoni għal VNAV tnaqqas ir-riskji speċifiċi marbuta mal-fondi CNAV u l-effetti ta' avveniment tal-kreditu. Il-mudell VNAV jista' **jnaqqas l-inċentiv għal azzjoni min-naħa tal-azzjonisti** meta fond iġarrab telf żgħir. Kif deskritt f'Taqsima II, anki telf żgħir jista' jikkawża azzjoni fuq MMFS li tista' tinxtered għal MMFS oħra. Il-vantaġġ ta' *first-mover* maħluq mill-kontabilità bil-kost amortizzat u t-tqarrib lejn ċifri tan-NAV jista' jitnaqqas billi l-azzjonisti jiġu mġiegħla jifdu b'NAV li jirrifletti t-telf attwali u b'hekk jonqos it-trasferiment tat-telf fuq il-bqija tal-azzjonisti.

It-tbegħid mill-kontabilità bl-ispiża amortizzata u t-tqarrib taċ-ċifri jistgħu jagħtu lill-investituri **trasparenza fil-prezzijiet** minħabba li l-prezzijiet tal-ishma jkunu jistgħu jvarjaw bħalma huwa l-każ għal kwalunkwe CIU ieħor, u l-investituri jkunu jistgħu jifhmu aħjar ir-riskji inerenti għal dawn il-fondi u d-differenza tagħhom mid-depożiti. Għalhekk dan jista' jbaxxi l-aspettattivi tal-investitur li l-MMFS jistgħu ma jkunux vulnerabbli għat-telf u jnaqqas il-potenzjal għar-riskju ta' azzjonijiet min-naħa tal-investituri meta fond jonqos milli jissodisfa dawk l-aspettattivi. L-investituri x'aktarx li jistennew, u jaċċettaw, li jkun hemm varjazzjonijiet regolari, bħal fil-każ ta' prodotti oħra tal-investiment, minħabba li mbagħad it-tnaqqis fil-prezzijiet tas-suq mhux bilfors ikun sinjal ta' inadempjenza imminenti tat-titoli tal-portafoll. ([1]) Il-VNAV jista' jnaqqas l-inċertezzi dwar il-kwalità tal-assi tal-portafoll billi dan jiġi rifless fin-NAV.

([1]) Pereżempju fis-sajf tal-2011 kien hemm varjazzjonijiet fil-valur tal-MMFS VNAV Ewropej u dan kien jirrifletti t-tibdil fil-kundizzjonijiet tas-suq u ż-żieda fil-volatilità. Minkejja dawn il-varjazzjonijiet, ftit kien hemm impatt fuq il-fidi u dan jissuġġerixxi li l-investituri jaċċettaw varjazzjonijiet temporanji (fosthom dawk negattivi) fin-NAV tal-fondi tagħhom.

L-MMFS li jinvestu f'maturitajiet qosra ħafna b'inqas riskju għall-kreditu u għar-rata tal-imgħax x'aktarx juru riskju iktar baxx billi n-NAV ivarja inqas. Billi l-investituri jkunu jistgħu jqabblu l-varjazzjonijiet fil-valur minn ġurnata għall-oħra f'kundizzjonijiet differenti tas-swieq, l-informazzjoni tgħin lill-investituri jieħdu deċiżjonijiet li jaqblu aktar mal-preferenzi tagħhom dwar ir-riskju u r-redditu.

Anki jekk il-vantaġġ ta' *first-mover* imsemmi fuq jista' jitnaqqas, l-inċentiv li wieħed jiġbed flusu qabel oħrajn jista' jibqa', għalkemm jonqos. MMFS ma għandux likwidità ta' 100 % kuljum u għalhekk jista' jkun hemm każijiet estremi fejn il-fidi tal-investituri ma jkunx jista' jintlaqa'. Għalhekk fil-każ ta' fidi kbir ħafna l-investituri xorta jista' jkollhom inċentiv biex jifdu (bħal f'kull fond ta' investiment ieħor) għaliex il-fidi sussegwenti jista' jġiegħel lill-fond ibigħ l-assi anqas likwidi u jista' jġarrab telf. L-inċertezzi fil-kontabilità li jidhru wkoll fil-fondi VNAV jistgħu jikkontribwixxu wkoll għar-riskju ta' azzjonijiet min-naħa tal-investituri.

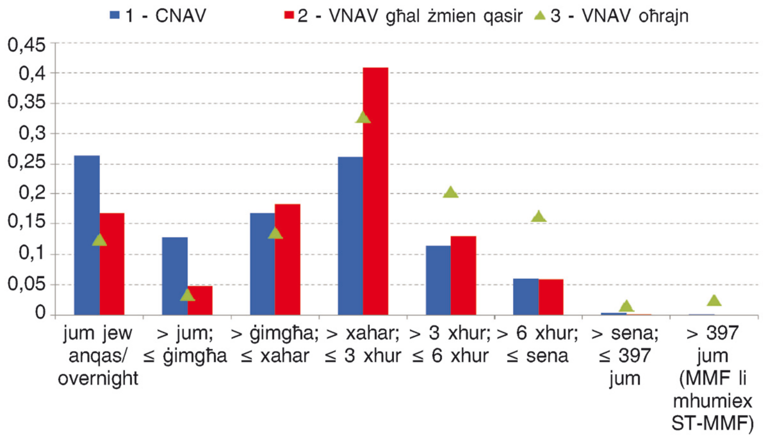
Biex dawn ir-riskji jkomplu jiġu limitati anki fir-rigward tal-fondi VNAV, ir-Rakkomandazzjoni tindirizza l-valutazzjoni ta' strumenti singoli. B'mod ġenerali, l-MMFS għandhom jiżguraw li l-assi jiġu valutati skont il-prezzijiet attwali tas-suq sakemm dawn il-prezzijiet ikunu disponibbli, affidabbli u aġġornati. Meta l-prezzijiet tas-suq ma jkunux disponibbli jew affidabbli, il-fondi għandhom ġeneralment jivvalutaw it-titoli miżmuma fil-portafolli tagħhom permezz ta' mudelli ta' valutazzjoni bbażati fuq il-kurva tar-redditi attwali u l-firxa tal-emittenti.

Ir-Rakkomdandazzjoni ma timplikax il-projbizzjoni sħiħa tal-kontabilità bil-kost amortizzat. Madankollu, jekk il-kontabilità bil-kost amortizzat tibqa' tithalla ssir, għandhom japplikaw salvagwardji qawwija biex jiġi minimizzat ir-riskju ta' żbalji fl-ipprezzar. B'mod konsistenti mar-rakkomandazzjoni tal-IOSCO, il-kontabilità bil-kost amortizzat għandha tintuża biss fejn titqies li tippermetti approssimazzjoni xierqa tal-prezz tal-istrument.

Għandhom jiġu implimentati restrizzjonijiet għall-użu tal-kontabilità bil-kost amortizzat fir-rigward tal-maturità residwa tal-istrument billi dan inaqqas b'mod konsiderevoli r-riskji ta' diskrepanza bejn il-prezz CNAV u l-prezz attwali ta' MMFS. Filwaqt li l-IOSCO tirrakkomanda massimu ta' 90 jum, l-istrumenti b'maturità residwa iktar baxxa jistgħu jagħtu lok għal sensittività għar-riskju tal-imgħax u tal-kreditu. F'dan ir-rigward, għandu jiġi osservat li l-MMFS Ewropej (b'mod partikolari l-fondi CNAV) għandhom proporzjon qawwi ta' assi b'maturità residwa ta' inqas minn 90 jum (ara **Tabella 6**). Fl-Istati Uniti s-SEC (1977) tippermetti l-valutazzjoni bil-kost amortizzat fil-fondi komuni biss fil-każ ta' maturità li jibqgħalha 60 jum jew inqas flimkien ma' salvagwardji supplimentari. [1] Anki jekk il-limitazzjonijiet kollha jiġu applikati b'mod kumulattiv, xorta jkun hemm ir-riskju tal-użu estensiv tal-kontabilità bil-kost amortizzat jekk jitqies massimu ta' 90 jum. Fil-każ ta' fond CNAV, żball fl-ipprezzar ta' 0.5 % tal-assi tiegħu jista' jwassal għal inċentiv ta' azzjonijiet mill-investituri, billi dawn jippruvaw jifdu flushom bil-valur nominali qabel ma l-fond jibda jagħmel telf ("*breaks the buck*").

Tabella 6

Profil tal-maturità tal-assi skont it-tip ta' fond (%)



Sors: Stħarriġ tal-BERS.

Noti: Il-kategorija "jum jew anqas" tinkludi wkoll depożiti mingħajr maturità jew b'maturità mhux stabbilita. Il-kopertura tal-fondi CNAV hija 82 % tal-AuM.

(1) Bħalissa, ir-Regola 2a-7 tippermetti devjazzjoni minn din ir-regola ġenerali għall-MMFS li jistgħu jużaw il-kontabilità bil-kost amortizzat u t-tqarrib taċ-ċifri mingħajr din il-limitazzjoni. Skont il-FSOC (2012) il-konverżjoni għal VNAV titlob it-tneħħija ta' din l-eżenzjoni u għalhekk l-MMFS iridu jivvalutaw il-portafolli tagħhom bl-istess mod bħall-fondi komuni l-oħra kollha, inkluża l-valutazzjoni bil-kost amortizzat fil-każ biss li l-maturità jkun baqagħalha 60 jum jew inqas u kundizzjonijiet supplimentari oħra.

Ir-Rakkomandazzjoni B dwar ir-rekwiżiti tal-likwidità għandha tindirizza wkoll il-fondi VNAV u tkompli tnaqqas ir-riskji ta' azzjonijiet min-naħa tal-investituri. Madankollu għandu jiġi rikonoxxut li anki jekk ir-riskji x'aktarx jonqsu, ir-riskju ta' azzjonijiet mill-investituri ma jistax jiġi eliminat għalkollox billi l-MMFS jipprovdu t-trasformazzjoni tal-maturità.

Fl-aħħar, ir-Rakkomandazzjoni A tista' tgħin biex jiġi indirizzat ir-riskju sistemiku marbut mal-**interkonnettività** tal-isponsors tal-MMFS, billi kull varjazzjoni tal-VNAV tista' tnaqqas id-dipendenza tal-investituri mis-sostenn impliċitu u diskrezzjonali ta' sponsor. Dan minħabba li l-isponsors tal-fondi VNAV għandhom inqas inċentivi biex jindaħlu u jistabbilizzaw il-prezz tal-ishma.

IV.2.2 *Evalwazzjoni*

a) Il-possibbiltà ta' impatt

L-għażliet tal-politika fir-rigward tal-MMFS għandhom jiġu evalwati bir-reqqa fir-rigward tal-impatt li jista' jkollhom fuq l-istabbiltà finanzjarja u l-funzjonament tas-swieq. L-għażla tal-politika li bħalissa qiegħda tqanqal l-akbar diskussjoni fil-livell internazzjonali hija ċ-ċaqliqa obbligatorja minn MMFS CNAV għal MMFS VNAV. Minħabba r-rabtiet internazzjonali maħluqin mill-MMFS, l-allinjament globali tal-intervent regolatorju għandu jkun l-aħjar soluzzjoni. Madankollu, fid-data ta' dan ir-rapport, mhuwiex magħruf jekk humiex se jsiru aktar riformi regolatorji fl-Istati Uniti (l-akbar suq ta' MMFS fid-dinja) fil-ġejjieni qrib. Fl-istess ħin fl-Ewropa għadhom għaddejjin inizjattivi leġiżlattivi dwar il-qafas tal-UCITS u dawn jistgħu jipprovdu opportunità biex jidħlu miżuri li jkomplu jnaqqsu r-riskji sistemiċi li jirriżultaw mill-MMFS (ara Taqsima I).

Minn naħa waħda, il-konsegwenzi ta' ċaqliqa obbligatorja (unilaterali) lejn il-VNAV għall-MMFS Ewropej jistgħu jkunu insinifikanti għall-industrija Ewropea tal-fondi MMFS minħabba li l-investituri fl-MMFS CNAV mhumiex sensittivi għall-klassifikazzjoni attwali ta' fond u aktar iħabblu rashom dwar l-assi sottostanti tiegħu. Min-naħa l-oħra, jista' jkun hemm ħruġ f'daqqa ta' likwidità mill-fondi CNAV Ewropej lejn ġurisdizzjonijiet oħra jew lejn prodotti alternattivi. Dan jista' jkollu impatt qawwi fuq l-ipprezzar u d-disponibbiltà tal-finanzjament għal żmien qasir għal dawk l-Ewropej li jissellfu, b'mod partikolari l-banek.

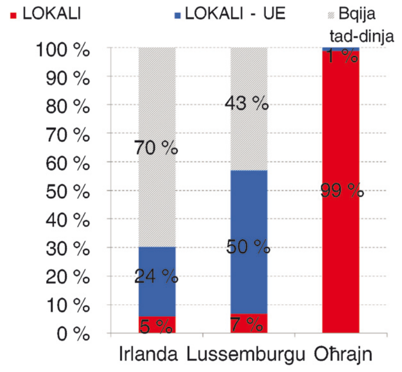
Fid-diskussjonijiet organizzati mill-BERS ma' partijiet interessati tas-settur privat, għadd ta' parteċipanti fl-industrija qalu li x'aktarx li ma jkunx hemm tnaqqis fid-domanda tal-investituri tal-UE, għalkemm jista' jkun hemm ċans akbar ta' tnaqqis fid-domanda tal-investituri minn barra l-UE, b'mod partikolari mill-investituri tal-Istati Uniti li jinġibdu b'mod speċjali mill-karatteristika tal-CNAV. It-tnaqqis fid-domanda min-naħa tal-investituri Amerikani jista' jkun imdaqqas jekk ma ssirx jew jekk ma tkun mistennija ssir ebda riforma regolatorja simili fl-Istati Uniti fil-ġejjieni qrib. Għalkemm huwa diffiċli ħafna tkejjel l-impatt ta' ċaqliqa unilaterali lejn il-VNAV li tista' ssir fl-Ewropa, mhux l-inqas minħabba l-inċertezzi fir-rigward tal-imġiba tal-investituri, Taqsima II tagħti xi dejta utli li tista' għallinqas tagħti indikazzjoni.

Il-fondi CNAV għandhom skopertura sostanzjali għall-MFI li mhumiex fl-UE (total ta' EUR 161 biljun) meta titqabbel mal-iskopertura għall-MFI tal-UE (EUR 146 biljun) l-aktar minħabba l-fondi Irlandiżi (EUR 128 biljun, 47 % tat-total tal-AuM). L-iskopertura transkonfinali tal-fondi CNAV Irlandiżi għall-MFI fi ħdan l-UE hija kbira wkoll (EUR 75 biljun). Għal-Lussemburgu, l-iskopertura għall-MFI tal-UE hija ikbar (EUR 58 biljun) minn dik għall-MFI li mhumiex fl-UE (EUR 33 biljun) għalkemm f'dan il-każ il-kopertura hija iktar baxxa u dawn iċ-ċifri jistgħu jissottovalutaw l-iskopertura reali. Għalhekk, il-finanzjament ta' EUR 146 biljun lill-MFI Ewropej jista' jintlaqat minn ċaqliqa obbligatorja lejn il-VNAV għalkemm x'aktarx li parti minn dan il-finanzjament tibqa' investita fl-MFI Ewropej, e.g. permezz tal-investimenti diretti f'titoli maħruġa minn banek Ewropej jew permezz ta' depożiti bankarji.

Hemm inċertezza konsiderevoli fir-rigward tal-analiżi ġeografika tal-investituri tal-MMFS, kif jidher mid-differenzi bejn l-istatistika tal-BĊE u ċ-ċifri tal-istħarriġ *ad hoc* li sar mill-BERS (ara **Skeda 9** f'Taqsima III.3). Il-fondi CNAV huma bbażati l-aktar fl-Irlanda u l-Lussemburgu u Skeda 9 f'Taqsima III.3 tagħti tagħrif dwar l-analiżi ġeografika u settorjali tal-bażi tal-investituri tagħhom (ara wkoll **Tabella 7** u **Tabella 8** hawn taħt).

Tabella 7

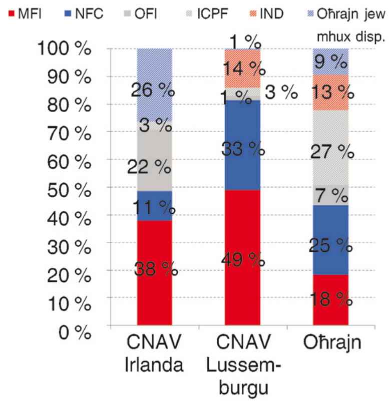
Analiżi ġeografika tal-investituri tal-MMF (%)



Sors: Stħarriġ tal-BERS.
Noti: "Oħrajn" jinkludu fondi minn Franza, il-Ġermanja, l-Italja u Spanja. Il-kopertura hija 100 % tal-istħarriġ tal-BERS u madwar 70 % tat-total tal-AuM tal-MMFS tal-UE.

Tabella 8

Analiżi settorjali tal-investituri tal-MMF (%)



Sors: Stħarriġ tal-BERS.
Noti: "Oħrajn" jinkludu fondi minn Franza, il-Ġermanja, l-Italja u Spanja kif ukoll fondi VNAV mill-Irlanda u l-Lussemburgu. Il-kopertura hija 100 % tal-istħarriġ tal-BERS u madwar 70 % tat-total tal-AuM tal-MMFS tal-UE.

Skont ir-riżultati tal-istħarriġ tal-BERS, il-proporzjon tal-investituri li mhumiex fl-UE fl-MMFS Irlandiżi huwa ta' 70 % (jew EUR 202 biljun) tat-total (ara **Tabella** 7). Madankollu, skont l-istatistika tal-BĊE li tkopri l-popolazzjoni sħiħa tal-MMFS, l-investituri minn barra ż-żona tal-euro jirrappreżentaw 82 % (jew EUR 253 biljun). Madankollu, mhuwiex plawsibbli li l-investituri mir-Renju Unit u minn Stati Membri oħra tal-UE barra ż-żona tal-euro għandhom biss EUR 51 biljun (id-differenza bejn iż-żewġ ċifri) filwaqt li l-fondi denominati bil-GBP fl-Irlanda huma ta' madwar EUR 134 biljun. Għalkemm m'hemmx ċifra preċiża disponibbli, wieħed jista' jqis li ċ-ċifra tal-istħarriġ tal-BERS (EUR 202 biljun) hija l-ogħla limitu ta' intervall; il-limitu ta' taħt jista' jinkiseb mill-istatistika tal-BĊE bħala t-total tas-settur "Bqija tad-dinja" nieqes il-valur totali tal-fondi denominati bil-GBP (i.e. EUR 119-il biljun jew EUR 253 biljun nieqes EUR 134 biljun. Għalhekk, kollox ma' kollox, is-sehem tal-investituri mill-bqija tad-dinja fl-Irlanda jista' jkun bejn EUR 119-il biljun u EUR 202 biljun. Skont l-istħarriġ, dawn l-investituri jinvestu primarjament fil-fondi CNAV (84 %).

Fir-rigward tal-Lussemburgu, id-dejta tal-istħarriġ kienet immirata biss għal kopertura parzjali tal-bażi tal-investituri fl-MMFS, madwar 74 % tat-total tal-flus investiti. Skont din id-dejta, is-settur "Bqija tad-dinja" (i.e. l-investituri minn barra l-UE) jammonta għal madwar EUR 79 biljun, jew 43 % tat-total tal-bażi tal-investituri. Iċ-ċifra ekwivalenti tal-istatistika tal-BĊE, li madankollu tinkludi l-investituri mir-Renju Unit, hija ta' EUR 152 biljun jew 61 % tat-total tal-bażi tal-investituri. Meta wieħed inaqqas il-fondi denominati bil-GBP ibbażati fil-Lussemburgu (ekwivalenti għal madwar EUR 20 biljun) il-firxa bejn iż-żewġ ċifri tibqa' kbira ġmielha (bejn EUR 79 biljun u EUR 132 biljun).

Għal dak li għandu x'jaqsam mal-fondi CNAV, hija disponibbli biss dejta mill-istħarriġ tal-BERS. Skont dan is-sors, l-investituri minn barra l-UE għandhom EUR 257 biljun u jirrappreżentaw 62 % tat-total tal-bażi tal-investiment. Madankollu, x'aktarx li din iċ-ċifra hija sopravalutata minħabba l-inċertezza dwar l-oriġini tal-investituri.

Għalhekk, kollox ma' kollox, skont ir-riżultati tal-istħarriġ tal-BERS hemm potenzjal ta' EUR 257 biljun ta' domanda minnaħa tal-investituri minn barra l-UE (jew 25 % tat-total) li jista' jinġibed speċifikament mill-karatteristika CNAV; b'xorti ħażina, l-analiżi ġeografika tal-bażi tal-investituri ma tippermettix l-identifikazzjoni tal-kategorija tal-investituri Amerikani. Jekk ċaqliqa lejn il-VNAV twassal għat-tluq ta' dawn l-investituri, din tista' tolqot kwart tal-AUM tal-MMFS Ewropej. Dan jista' jħalli impatt fuq il-finanzjament tal-MFI wkoll. Madankollu, billi l-fondi CNAV jinvestu l-aktar barra mill-UE (ara **Skeda 4** f'Taqsima III.2) l-impatt fuq l-MFI Ewropej jista' jkun aktar limitat. Barra dan, x'aktarx li l-proporzjon tal-investituri li mhumiex fl-UE huwa akbar fl-istħarriġ milli huwa fir-realtà. Skont id-dejta tal-IMMFA, 10 % jew madwar EUR 40 biljun jistgħu jiġu attribwiti lill-investituri Amerikani; l-impatt dirett minħabba t-tluq ta' dawn l-investituri għalhekk ikun x'aktarx żgħir.

b) Dispożizzjonijiet temporanji

Biex issir iċ-ċaqliqa obbligatorja għall-VNAV jinħtieġu dispożizzjonijiet temporanji għal bosta raġunijiet. L-ewwel, il-konverżjoni minn CNAV għal VNAV tista' jkun ta' sfida mil-lat operattiv kemm għall-maniġers kif ukoll għall-investituri minħabba li hemm il-possibbiltà li s-sistemi tal-IT u tal-*back office* ikollhom bżonn jiġu ristrutturati. It-tieni, jista' jkun hemm fidi kbir mill-investituri li jkunu qegħdin ifittxu li jevitaw telf potenzjali fil-każ li s-CNAV prevalenti jkunu differenti mill-VNAV "reali". Għalhekk, huwa rakkomandat li jkun hemm perjodu tranżitorju li jkun twil biżżejjed għall-MMFS eżistenti, li matulu s-CNAV ikunu jistgħu jinżammu biex isiru l-aġġustamenti meħtieġa. Il-perjodu tranżitorju għall-fondi CNAV eżistenti jista' jkun ta' mill-inqas sentejn wara l-pubblikazzjoni finali tar-regoli applikabbli. Barra dan, l-MMFS għandhom iħabbru ċ-ċaqliqa għall-VNAV u jfissru tajjeb l-effetti tagħha ħafna qabel ma tiġi implimentata l-bidla. Għandu jkun hemm żmien biżżejjed ukoll għall-investituri biex iqisu kwalunkwe riforma li tista' tiġi implimentata għall-MMFS fl-Istati Uniti biex hekk jittaffa t-tħassib dwar *front-running* min-naħa tal-Ewropa.

c) Rekwiżiti tal-kapital bħala alternattiva possibbli

Raġunament

Jekk il-konverżjoni għall-VNAV ma tkunx tista' ssir, l-FSB (Novembru 2012) qiegħed jipproponi l-alternattiva tal-implimentazzjoni tar-rekwiżiti li jkollhom l-istess effett bħar-regolament bankarju prudenzjali. Jekk ma jkun hemm ebda leġiżlazzjoni Ewropea li titlob il-konverżjoni obbligatorja tal-MMFS CNAV kollha għal MMFS VNAV, jiġu applikati salvagwardji stretti, fosthom rekwiżiti tal-kapital konformi mar-regolament bankarju.

Hawn taħt, il-fokus huwa fuq ir-rekwiżiti tal-kapital. Ir-raġunament sottostanti għar-rekwiżiti formali tal-kapital huwa dak li, skont il-kunċett, hemm paralleliżmi bejn il-fondi CNAV u d-depożiti bankarji (li huma mħarsa permezz tar-rekwiżiti tal-kapital tal-banek). L-għan tar-rekwiżiti tal-kapital għall-fondi CNAV huwa dak li jżidu l-kapaċità tagħhom li jifilħu għal telf li jista' jirriżulta mill-inadempjenzi tal-assi jew mill-bejgħ tal-assi biex jintlaqgħu t-talbiet ta' fidi li jħeddu l-valur stabbli ta' kull sehem. Dan jista' jtaffi r-riskju sistemiku marbut ma' dawn il-fondi minħabba li jnaqqas il-vantaġġ tal-*first-mover* u l-motivazzjoni għall-investituri biex jifdu fil-perjodi ta' tensjoni, sakemm jistennew li t-telf ikun inqas mid-daqs tal-bafer kapitali. ([1])

Minbarra r-rekwiżiti tal-kapital, jista' jkun meħtieġ li l-MMFS CNAV japplikaw għal liċenzja bankarja bi skop limitat (ara l-Parlament Ewropew, 2012). Dan jiżgura li l-fondi CNAV ikunu suġġetti għal regolamentazzjoni prudenzjali simili għal dik tal-banek, b'mod speċjali fir-rigward tal-kapital. Jippermetti wkoll lil entitajiet bħal dawn jibbenefikaw mill-assigurazzjoni fuq id-depożiti u mil-likwidità tal-banek ċentrali, l-istess bħall-banek.

Mudelli possibbli

Fil-livell internazzjonali qegħdin jiġu diskussi żewġ mudelli possibbli għar-rekwiżiti tal-kapital: (i) bafer NAV iffinanzjat mill-investituri, u (ii) rekwiżiti tal-kapital għall-maniġer. Iż-żewġ mudelli qegħdin jiġu diskussi b'aktar dettalji hawn taħt.

i) Bafer NAV iffinanzjat mis-suq

L-ewwel alternattiva tkun bafer NAV, fejn l-MMFS joħloq riżerva ta' kapital fil-livell tal-fond billi jżomm parti mid-dħul tiegħu bħala lqugħ potenzjali kontra t-telf. Il-leġiżlazzjoni tista' tistabbilixxi bafer NAV minimu u l-fond jista' ma jkomplix iżomm id-dħul jekk jintlaħaq dan il-bafer minimu. Madankollu, il-kunċett għandu bosta żvantaġġi (ara IOSCO, Ottubru 2012).

([1]) Ara pereżempju Gordon u Gandia (2012); Squam Lake Group (2011); FSOC (2012).

Riżerva kbira biżżejjed tieħu ż-żmien biex takkumula u l-akkumulazjoni tal-bafer matul perjodu twil ta' żmien ikollha użu limitat għall-perjodu tranżitorju. Bafer iżgħar jista' jiġġemma' aktar malajr iżda l-użu tiegħu jkun limitat; jista' wkoll jagħti l-impressjoni ħażina li t-telf tal-investituri jkollu ħarsien akbar milli jkollu fir-realtà u dan jista' jkabbar ir-riskju sistemiku. Fl-ambjent attwali ta' rati tal-imgħax baxxi mhuwiex faċli li jiġi akkumulat bafer sostanzjali.

L-akkumulazzjoni tal-bafer tista' wkoll toħloq trasferiment tal-benefiċċji mill-azzjonisti eżistenti, li jikkontribwixxu għat-twaqqif tal-bafer, għal għand azzjonisti futuri, li eventwalment jistgħu jibbenefikaw minnu.

Billi l-bafer inaqqas direttament ir-redditu li l-fond jista' joffri, l-investimenti fl-MMFS jistgħu jsiru inqas attraenti u d-domanda tal-investituri tista' tonqos. Il-fondi jistgħu joħorġu mis-suq biex jevitaw il-bafer u b'hekk jonqsu kemm id-daqs tal-industrija kif ukoll id-disponibbiltà ta' sors importanti ta' finanzjament għal żmien qasir għall-MFI.

Fl-aħħar, minħabba li l-bafers jiġu provduti mill-azzjonisti tal-fondi, il-maniġers/l-isponsors ma jkollhomx sehem finanzjarju fihom u dan jista' jnaqqas l-inċentiv tagħhom għal ġestjoni prudenti tar-riskji.

ii) Rekwiżiti tal-kapital għall-garanzija tal-isponsor/l-isponsor espliċitu

It-tieni alternattiva titlob li l-maniġers/l-isponsors tal-MMFS jipprovdu impenn espliċitu għal sostenn finanzjarju li sikwit jiġi assunt b'mod impliċitu. Dan l-impenn espliċitu jibdel is-sostenn (attwalment diskrezzjonali) li l-MMFS sikwit iddependew minnu fil-passat f'wieħed obbligatorju u jġiegħel lill-isponsor/il-maniġer jinternalizzaw l-ispiża relatata. Impenn espliċitu bħal dan huwa raġonevoli minħabba li, kif hemm f'Taqsima II.2, sors wieħed ta' riskju sistemiku marbut mal-MMFS huwa n-natura diskrezzjonali tas-sostenn tal-isponsor.

Il-maniġers tal-MMFS, jew b'mod aktar ġenerali l-isponsors, jistgħu jintalbu jistabbilixxu u jiffinanzjaw depożitu ta' garanzija li jassorbi t-telf tal-MMFS. Il-kapital jinżamm barra mill-MMFS u jkun ekwità li tappartjeni lill-isponsor/il-garanti u mhux obbligazzjoni tal-MMFS. L-investituri jikkontribwixxu b'mod indirett, e.g. b'żieda fl-ispejjeż/id-drittijiet u dan jista' jnaqqas id-domanda tal-investituri. Inkella, il-maniġer/l-isponsor jistgħu wkoll jipprovdu garanzija espliċita bil-kundizzjoni li l-maniġer/l-isponsor ikunu entità regolata li tkun suġġetta għar-rekwiżiti prudenzjali tal-kapital.

Daqs

Bafer/rekwiżit tal-kapital għandu jkun kbir biżżejjed biex joffri ħarsien sostanzjali mit-telf u effettivament inaqqas ir-riskju ta' azzjonijiet min-naħa tal-investituri. Inkella jkun hemm l-istess inċentivi għal azzjonijiet min-naħa tal-azzjonisti f'fond li jibda jitqies li jkun f'riskju ta' telf li jaqbeż il-bafer kapitali tiegħu, jew f'fond fejn ikun hemm inċertezza dwar il-ħila tal-garanti li jipprovdi sostenn. Ir-rekwiżit tal-kapital għall-garanzija espliċita provduta mill-isponsors, b'mod speċifiku fil-każ li l-mudell CNAV ikollu jinżamm, jeħtieġ ikun konsistenti mar-rekwiżiti regolatorji rispettivi tal-kapital għall-banek.

L-i**Squam Lake Group** (2011) jissuġġerixxi li meta jkun qiegħed jiġi stabbilit id-daqs tal-bafer meħtieġ għandhom jitqiesu l-ammonti li l-isponsors ikunu kkontribwixxew fil-passat biex il-fondi CNAV ma jġarrbux telf. Hekk, fil-perjodu ta' jumejn ta' wara l-falliment ta' Lehman, kien ikun hemm bżonn bafer ta' mill-inqas USD 0.03 għal kull sehem fejn il-Fond Primarju tar-Riżervi rrapporta prezz minimu għal kull sehem ta' 97 ċenteżmu.

Il-**FSOC** (2012) jipproponi bafer imfassal għal kemm ikunu riskjużi l-assi tal-fond, kif ġej: (i) ebda rekwiżit ta' bafer għal flus kontanti, titoli tat-Teżor u *repos* tat-Teżor (*repos* kollateralizzati biss bi flus kontanti u titoli tat-Teżor); (ii) rekwiżit ta' bafer ta' 0,75 % għal assi likwidi oħra ta' kuljum (jew għal assi likwidi ta' kull ġimgħa, fil-każ ta' fondi eżenti mit-taxxa); u (iii) rekwiżit ta' bafer ta' 1,00 % għall-assi l-oħra kollha. Il-bafer NAV jinżamm apparti l-assi meħtieġa biex jistabbilizzaw il-prezz tal-ishma tal-fond CNAV. Il-FSOC isemmi wkoll li għalkemm bħala regola l-MMFS jinvestu f'titoli b'riskju baxx, l-esperjenza wriet li l-fondi jista' jkollhom telf li jaqbeż il-livell tal-bafer tan-NAV ta' 1 % msemmi aktar 'il fuq. Għalhekk il-FSOC jipprovdi alternattiva oħra b'bafer ta' mhux aktar minn 3 % (għal darb'oħra skont il-kompożizzjoni tal-assi). Barra dan, il-proposti tal-FSOC jinkludu wkoll l-idea ta' "bilanċ minimu f'riskju" li jirrappreżenta parti mill-valur tal-kont li jkun disponibbli għall-fidi b'xi dewmien.

Il-**IOSCO** tuża bħala eżempju minimu ta' 50 bps għall-bafer tan-NAV imfassal biex ikopri d-differenzi bejn il-valur bil-prezz tas-suq u l-valur nominali. Madankollu, bafer ta' dan id-daqs ma jkunx funzjonalment ekwivalenti fl-effett tiegħu għar-rekwiżiti tal-kapital tal-banek kif mitlub mill-**FSB** (Novembru 2012). Skont il-**qafas kapitali ta' Basel III** il-banek huma mitluba jżommu biżżejjed ekwità biex jissodisfaw żewġ restrizzjonijiet: rekwiżit tal-kapital ibbażat fuq ir-riskju u rekwiżit ta' lieva. Dan tal-aħħar jitlob li l-ekwità għandha tkun għall-inqas 3 % tal-assi tal-bank (ara l-Kumitat ta' Basel għas-Superviżjoni Bankarja 2010, Paragrafu 153). Għalhekk, il-konsolidazzjoni tal-assi ta' MMFS fil-karta tal-bilanċ tal-bank garanti timplika rekwiżit tal-kapital ta' 3 % tan-NAV tal-MMFS. Għalhekk, għal konformità mar-regolament bankarju

prudenzjali, ġeneralment għandu jiġi kkunsidrat bafer tal-kapital ta' 3 %. Dan għandu japplika irrispettivament minn jekk l-impenn tal-kapital jiġix provdut mill-banek jew, jekk ikun permess, mill-maniġer jew parti terza. Madankollu għandu jiġi osservat li l-proporzjon ta' lieva ta' 3 % propost mill-Kumitat ta' Basel huwa suġġett għal azzjoni parallela għall-perjodu bejn Jannar 2013 u Jannar 2017 u jista' jirriżulta f'kalibrazzjonijiet oħra tal-proporzjon.

Riskji

Hemm bosta riskji marbuta mal-alternattiva tal-impożizzjoni ta' rekwiżiti tal-kapital. L-ewwel, ir-rekwiżit jista' jkollu **implikazzjonijiet sinifikanti fuq il-kapital** għall-maniġer/l-isponsors. Jekk il-qafas kapitali ta' Basel III jittieħed bħala l-punt ta' referenza, jistgħu jintalbu mill-inqas 3 % tan-NAV tal-MMFS kif intqal aktar 'il fuq. Skont il-kalkoli provduti minn xi membri tal-BERS, għal xi banek Ewropej il-provediment ta' bafer tal-kapital ta' 3 % fuq l-assi kollha tal-MMFS CNAV li jiġu amministrati fi ħdan il-grupp tal-banek jista' jiswa daqs nofs punt perċentwali tal-ekwità komuni tagħhom (jekk wieħed jassumi li dan il-bafer tal-kapital ikun wieħed mill-assi kontabbli għall-bank li jkun sponsor u jitnaqqas kollu mill-kapital tiegħu stess).

Barra dan, il-ħtieġa ta' impenn espliċitu tista' **żżid l-interkonnettività** fis-sistema finanzjarja (b'mod speċjali mas-sistema bankarja) b'mod partikolari jekk sponsors li jkunu sistemikament aktar importanti jkunu jistgħu jiffinanzjaw aħjar il-kapital. Min-naħa l-oħra, il-kontroargument ikun li minflok ma jżidu l-interkonnettività, ir-rekwiżiti tal-kapital jagħmlu biss konnessjonijiet trasparenti li jkunu diġà jeżistu minħabba r-relazzjonijiet ta' sostenn impliċitu. Dan jgħin lill-investituri kemm fil-banek kif ukoll fl-MMFS jifhmu aħjar ir-riskji li jkollhom. Madankollu, l-industrija tal-MMFS CNAV fl-Ewropa hija diġà **kkonċentrata** b'mod sinifikanti (ara Taqsima III.4). L-implimentazzjoni tar-rekwiżiti tal-kapital għall-fondi CNAV jew għall-isponsors tagħhom x'aktarx twassal għal konsolidazzjoni fl-industrija u dan jirriżulta f'żieda fil-konċentrazzjoni tar-riskji.

Minħabba li x'aktarx li l-investituri jikkontribwixxu għall-bafers/ir-rekwiżiti tal-kapital għall-inqas indirettament permezz ta' żieda fl-ispejjeż/id-drittijiet, it-**tnaqqis fid-domanda tal-investituri** jista' jkun konsegwenza wkoll. Fir-rigward tal-impatt li jista' jkun hemm fuq il-finanzjament tal-banek, ta' min jiftakar li l-MMFS CNAV Ewropej jipprovdu finanzjament ta' madwar EUR 146 biljun lill-MFI Ewropej.

Għalkemm għal raġunijiet ta' stabbiltà u trasparenza l-impenji espliċiti għandhom jiġu preferuti minn dawk impliċiti, jidher li l-aqwa soluzzjoni tkun il-konverżjoni ta' fondi CNAV għal fondi VNAV iktar milli r-rekwiżiti espliċiti tal-kapital. Il-bafers tal-kapital mhumiex konformi mal-karatteristika fundamentali ta' fond ta' investiment fejn l-investituri jġorru r-riskju tal-investiment; barra dan, hemm iċ-ċans li **d-distinzjoni mal-banek tkompli tiċċajpar**.

IV.3 **Rakkomandazzjoni B – Rekwiżiti tal-likwidità**

Il-Kummissjoni hija rakkomandata tiżgura li l-leġiżlazzjoni rilevanti tal-Unjoni Ewropea:

1. ***tikkomplementa r-rekwiżiti tal-likwidità eżistenti għall-MMFS billi jiġu imposti ammonti minimi espliċiti ta' assi likwidi ta' kuljum u ta' kull ġimgħa li l-MMFS għandu jkollhom***;

2. ***issaħħaħ ir-responsabbiltà tal-maniġers tal-fondi fir-rigward tal-monitoraġġ tar-riskju tal-likwidità***;

3. ***tiżgura li l-awtoritajiet superviżorji nazzjonali u l-maniġers tal-fondi jkollhom għal-lest għodod effettivi, pereżempju sospensjonijiet temporanji tal-fidi, biex jiġu indirizzati r-restrizzjonijiet tal-likwidità fi żminijiet ta' tensjoni li jirriżultaw kemm minn żviluppi speċifiċi għall-fondi kif ukoll minn żviluppi mifruxin mas-suq kollu***.

IV.3.1 *Raġunament ekonomiku*

a) Tisħiħ tal-MMFS

Ir-Rakkomandazzjoni B issegwi r-Rakkomandazzjonijiet tal-IOSCO fir-rigward tal-ġestjoni tal-likwidtà. B'mod partikolari, ir-Rakkomandazzjoni 7 tgħid li fondi tas-suq tal-flus għandu jkollhom ammont minimu ta' assi likwidi biex isaħħu l-kapaċità tagħhom li jiffaċċjaw il-fidi u jimpedixxu l-*fire sales*.

Fil-kuntest tal-Unjoni Ewropea, kif hemm imfisser aktar 'il fuq (Taqsima I.2) il-qafas legali Ewropew għall-ġestjoni tar-riskji tal-likwidità huwa diġà b'saħħtu. Fost dispożizzjonijiet oħra, prinċipju ġenerali definit fl-Artikolu 1 tad-Direttiva dwar il-UCITS jipprovdi li l-UCITS għandhom jifdu l-unitajiet kif jitolbu d-detenturi. Fil-każ tal-MMFS, il-linji gwida CESR/AETS jgħidu li l-MMFS għandhom jipprovdu likwidità ta' kuljum lill-investituri u jridu jamministraw il-likwidità tagħhom skont dan il-prinċipju. Il-linji gwida CESR/AETS għall-MMFS jiddefinixxu wkoll limiti f'termini ta' ħajja medja ppeżata (WAL – *weighted average life*) u maturità medja ppeżata (WAM - *weighted average maturity*) li jillimitaw il-ġestjoni tal-likwidità u jġiegħlu lill-maniġers iżommu assi likwidi.

Madankollu, b'kuntrast mar-regolamenti eżisteni b'mod partikolari fl-Istati Uniti, ma hemm ebda proporzjon espliċitu definit fir-regolamenti tal-Unjoni Ewropea f'termini ta' ammonti minimi ta' assi likwidi li għandhom jinżammu mill-MMFS. F'dan ir-rigward għandu jiġi osservat li l-Parlament Ewropew (2012) stieden lill-Kummissjoni tesplora l-idea li tintroduċi rekwiżiti speċifiċi tal-likwidità għall-MMFS billi tistabbilixxi rekwiżiti minimi għal-likwidità *overnight*, ta' kull ġimgħa u ta' kull xahar. [1]

L-assi likwidi jgħinu lill-MMFS iħallsu lil azzjonisti li jkunu jridu jifdu flushom u jimpedixxu *fire-sales* ta' assi b'telf filwaqt li jimpedixxu wkoll l-effetti ta' kontaġju għal fondi oħra li jkollhom titoli simili. Għalhekk, huwa rakkomandat li jiġu introdotti ammonti minimi espliċiti ta' assi likwidi ta' kuljum u ta' kull ġimgħa fil-qafas regolatorju tal-UE. Il-benefiċċji ewlenin ta' din iż-żieda huma dawn:

(a) tirrifletti l-importanza tal-assi likwidi biex l-MMFS ikunu jistgħu jilqgħu **talbiet ta' fidi li jkunu kbar** min-naħa tal-investituri u biex ikunu jistgħu jegħlbu l-perjodi ta' volatilità fis-swieq; l-esperjenza tas-sajf tal-2011 meta l-MMFS tal-Istati Uniti kienu kapaċi jilqgħu għal fidi sinifikanti huma xempju ta' dawn il-benefiċċji; [2]

(b) tipprovdi **bażi armonizzata għall-prattiki likwidi** tal-MMFS fl-Ewropa kollha u tagħti kontribut għall-fiduċja tal-investituri: il-Kodiċi ta' Prattika tal-IMMFA kif ukoll il-metodoloġiji tal-aġenziji tal-klassifikazzjoni tal-kreditu (CRA) bħalissa jiddefinixxu limiti u rekwiżiti differenti dwar il-ġestjoni tal-likwidità (ara **Kaxxa 1** hawn taħt); min-naħa l-oħra, kif issemma aktar 'il fuq, ir-regolamenti tal-Istati Uniti jiddefinixxu limiti speċifiċi għall-assi likwidi ta' kuljum u ta' kull ġimgħa;

(c) tiżgura li l-MMFS **iżommu approċċ prudenti għall-ġestjoni tal-likwidità matul iż-żmien**: il-likwidità tal-MMFS żdiedet wara l-kriżi finanzjarja tal-2008 u wara li kompla jikber il-biża' marbut mar-riskju fl-ambitu tal-kriżi tad-dejn statali tal-Unjoni Ewropea u l-volatilità qawwija tas-swieq. Meta l-kundizzjonijiet tas-swieq jistabbilizzaw ruħhom ikun hemm riskju li l-MMFS jerġgħu jnaqqsu l-ammont ta' assi likwidi miżmuma fil-portafolli tagħhom u jfittxu strumenti b'rendiment aħjar u bi żmien itwal u hekk jistgħu jdgħajfu l-pożizzjoni tal-likwidità tagħhom;

(d) l-introduzzjoni ta' proporzjonijiet espliċiti għandha titqies bħala parti mill-ġestjoni prudenti tar-riskju tal-likwidità (kif definit pereżempju fl-Artikolu 51 tad-Direttiva dwar l-UCITS) bil-kumpanija tal-ġestjoni tibqa' responsabbli għalkollox għall-ġestjoni tal-likwidità tagħha.

Kaxxa 1

Approċċi differenti għall-bafers tal-likwidità

IMMFA: Fond tal-IMMFA għandu jżomm mhux anqas minn 10 % tal-assi netti f'investimenti li jimmaturaw fil-jum tan-negozju segwenti u mhux anqas minn 20 % tal-assi netti f'investimenti li jimmaturaw fi żmien ħamest ijiem tan-negozju. Għal dawn l-għanijiet, il-membri jistgħu jiddeterminaw it-trattament ta' kwalunkwe dejn statali billi jqisu l-likwidità ta' kull investiment aktar milli l-maturità finali tiegħu.

Fitch: Il-likwidità ta' kuljum hija definita hekk: flus kontanti miżmuma ma' kustodju bi klassifika ta' mill-inqas "A" u/jew "F1" jew l-ekwivalenti; ftehim ta' xiri mill-ġdid *overnight*; ishma ta' MMFS klassifikati "AAAmmf" minn Fitch jew l-ekwivalenti; titoli li jkunu se jimmaturaw jew li jkunu suġġetti għal karatteristika tad-domanda minn fornitur klassifikat b'mod xieraq li tkun esegwibbli mill-possedent tan-nota u li tkun pagabbli fi żmien jum tan-negozju; u obbligi diretti maħruġin minn gvernijiet sovrani bi klassifikazzjoni għolja li jibbenefikaw minn likwidità qawwija tas-swieq, sakemm dawn l-obbligi jinħarġu bil-munita bażi tal-portafoll u jkun baqgħalhom maturità ta' 397 jum jew anqas. Il-likwidità ta' kull ġimgħa hija definita bħala dan kollu li jidher hawn fuq kif ukoll it-titoli li jkunu se jimmaturaw jew li jkunu suġġetti għal karatteristika tad-domanda minn fornitur klassifikat b'mod xieraq li tkun esegwibbli mill-possedent tan-nota u li tkun pagabbli lill-fond fi żmien ħamest ijiem tan-negozju u titoli maħruġin minn aġenziji supranazzjonali jew governattivi bi klassifikazzjoni għolja li jibbenefikaw minn likwidità qawwija tas-swieq u jkun baqgħalhom maturità ta' 95 jum jew anqas.

Moody's: L-evalwazzjoni tal-likwidità skont Moody's tinkorpora l-istruttura tal-maturitajiet u l-kwalità tal-assi kif ukoll l-iskopertura għar-riskju ta' fidi kbir mhux ippjanat. Moody's tevalwa kemm il-fond ikun investit f'titoli likwidi, b'mod partikolari titoli tal-gvern klassifikati Aaa u l-maturitajiet tagħhom, kif ukoll assi likwidi oħra bħal titoli b'maturità ta' anqas minn sebat ijiem.

SEC: L-MMFS Amerikani jridu jżommu mill-inqas 10 % tal-assi tagħhom fi flus kontanti *overnight* u 30 % f'assi li jimmaturaw fi żmien ġimgħa. L-assi likwidi ta' kuljum huma definiti bħala flus kontanti, titoli tat-Teżor tal-Istati Uniti u titoli li jistgħu jiġu konvertiti fi flus kontanti f'jum wieħed tan-negozju. L-assi likwidi ta' kull ġimgħa huma flus

[1] Il-Parlament Ewropew (2012) stieden ukoll lill-Kummissjoni titlob drittijiet għal-likwidità malli jkun hemm l-ewwel indikazzjoni, u dan iwassal ukoll għall-obbligu ta' informazzjoni diretta lill-awtorità superviżorja kompetenti u l-AETS.

[2] Skont il-FSOC (2012) fit-tmien ġimgħat li għalqu fit-3 ta' Awwissu 2011, l-MMFS *prime* istituzzjonali kellhom ħruġ nett ta' likwidità ta' USD 179 biljun (16 % tal-assi).

kontanti, titoli tat-Teżor tal-Istati Uniti, noti ta' skont tal-aġenziji li jkun baqgħalhom maturità ta' 60 jum jew anqas u titoli li jistgħu jiġu konvertiti fi flus kontanti (kemm permezz ta' maturità kif ukoll permezz ta' *put*) fi żmien ħamest ijiem tan-negozju.

Nota: Dawn huma biss siltiet. Għal aktar dettalji wieħed għandu jirreferi għar-regolamenti u l-metodoloġiji li japplikaw.

Biex jiġu definiti d-daqs u l-kompożizzjoni tal-bafers tal-assi likwidi għandhom jitqiesu l-elementi li ġejjin.

(a) Hemm **kontropartita** bejn id-daqs tal-bafers li jridu jiġu imposti u t-tip ta' assi li jitqiesu bħala eliġibbli, kif jidher mill-metodoloġiji differenti applikati bħalissa fl-Ewropa u ċ-ċifri differenti rappurtati mill-MMFS dwar l-investimenti tagħhom f'assi likwidi. Hekk, aktar ma jkun kbir ir-rekwiżit tal-bafer, aktar ikun diffiċli biex jintlaħaq ir-rekwiżit b'assi ta' kwalità tajba ħafna.

(b) Għandhom jiġu definiti l-**assi likwidi ta' kuljum u ta' kull ġimgħa**. L-assi likwidi ta' kuljum huma importanti billi t-talbiet ta' fidi jistgħu jseħħu b'ħeffa kbira. [1] L-assi likwidi ta' kull ġimgħa jsaħħu wkoll il-qawwa tal-fond u l-kapaċità tiegħu biex jamministra fidi kbir, filwaqt li jestendi l-ambitu tal-assi eliġibbli.

(c) Sabiex tonqos id-dipendenza tal-fond mil-likwidità tas-suq sekondarju, id-definizzjoni ta' assi likwidi (minbarra l-flus kontanti) għandha l-ewwel tqis il-**maturità residwa**. Hekk, l-istrumenti definiti bħala assi likwidi ta' kuljum u ta' kull ġimgħa għandu jkollhom maturità residwa fi żmien jum u ħamest ijiem tan-negozju rispettivament. Il-mertu ta' dan l-approċċ ibbażat fuq il-maturità residwa huwa li jiġu evitati s-suppożizzjonijiet dwar il-likwidità tas-suq ta' ċerti strumenti, billi l-assi likwidi jistgħu jsiru assi mhux likwidi fil-każ ta' tensjoni fis-swieq. Din id-definizzjoni hija differenti mid-definizzjoni Amerikana li tinkludi t-titoli tat-Teżor u tal-aġenziji biex tirrifletti l-ispeċifiċitajiet tas-suq Amerikan u d-daqs tas-suq tad-dejn tal-gvern tal-Istati Uniti.

(d) Meta jiġu definiti l-bafers għandhom jitqiesu r-riskji marbutin mal-**possibbiltà ta' maturitajiet opzjonali tal-assi**. Dawn l-opzjonijiet jistgħu jkunu bbażati fuq parametri differenti fosthom it-tekniki bi skopertura tar-riskju tal-kontroparti li tkun *puttable* (e.g. bonds li jkunu *puttable*), *cancellable* (e.g. opzjonijiet li jkunu jistgħu jiġu kanċellati) jew *callable* (e.g. tekniki *repo* li jkunu *re-callable*). Dawn il-karatteristiċi jistgħu joħolqu effetti ta' kontaġju u jdgħajfu l-pożizzjoni ġenerali tal-likwidità tal-fondi, b'mod partikolari meta jkun hemm tensjoni fis-swieq.

(e) Għandhom jitqiesu wkoll **effetti oħra ta' interkonnessjoni**, l-aktar mas-settur bankarju, li jistgħu jħallu impatt fuq id-disponibbiltà tal-assi eliġibbli għall-bafers tal-likwidità.

b) Tisħiħ tal-ġestjoni tar-riskji tal-likwidità

Il-limiti li jridu jiġu definiti għandhom jitqiesu bħala l-minimi. Hekk, il-maniġers għandhom jaġġustaw l-investimenti tagħhom f'assi likwidi skont il-profil u l-bażi tal-investituri tagħhom (it-tipi ta' investituri, il-*pattern* tal-fidi, il-konċentrazzjoni tal-bażi tal-investituri, eċċ.) kif ukoll skont il-kundizzjonijiet tas-suq.

Bħala parti mill-approċċ b'saħħtu u bl-"aqwa prattika" tal-ġestjoni tal-likwidità, il-maniġers għandhom jiżviluppaw *stress tests* regolari bbażati fuq diversi sitwazzjonijiet negattivi (kemm speċifiċi għall-fondi kif ukoll għas-suq kollu) li jistgħu jħallu impatt fuq il-profil tal-likwidità tagħhom u dan huwa koerenti mar-Rakkomandazzjoni 8 tal-IOSCO. L-MMFS għandu jkollhom ukoll pjanijiet ta' kontinġenza lesti biex jilqgħu għal żminijiet ta' tensjoni bħal dawn.

Kif hemm indikat fir-Rakkomandazzjoni 6 tal-IOSCO, qasam importanti li jrid jiġi kkunsidrat għandu x'jaqsam mal-azzjonisti tal-fond. Dan huwa rilevanti b'mod speċjali fl-ambitu tal-UE fejn l-investituri istituzzjonali, li ġeneralment ikollhom probabbiltà akbar li jaġixxu f'paniku, jirrappreżentaw il-biċċa l-kbira tal-bażi tal-investituri. Kif hemm imfisser bid-dettalji aktar 'il fuq (ara Taqsima III.3) l-istħarriġ tal-BERS juri li hemm inċertezza relattiva dwar il-bażi tal-investituri tal-fondi. L-evidenza storika turi wkoll li qiegħed jikber is-sehem tal-pjattaformi elettroniċi fl-Ewropa u b'hekk huwa aktar diffiċli biex il-maniġers "isiru jafu lill-azzjonisti tagħhom". L-implikazzjonijiet ta' din ix-xejra għandhom jiġu evalwati. Barra dan, l-MMFS jistgħu jintalbu jġibu tagħrif dwar is-sidien benefiċjarji tagħhom kif huwa mitlub fir-rakkomandazzjonijiet proposti mill-FSOC dwar l-MMFS fl-Istati Uniti. [2]

[1] Fil-każ tal-Fond Primarju tar-Riżervi (*Reserve Primary Fund*) l-investituri fittxew li jifdu madwar USD 40 biljun f'jumejn u total ta' 15 % tal-assi tal-MMFS *Prime* ġew irtirati f'ġimgħa.

[2] Ir-rakkomandazzjonijiet proposti mxandra f'Novembru 2012 iqisu l-implimentazzjoni ta' rekwiżiti supplimentari "għall-għarfien tal-investituri".

c) Il-ġestjoni tal-likwidità fi żminijiet ta' tensjoni

Anke jekk il-maniġers tal-fondi jkunu prudenti fil-ġestjoni tar-riskji tal-likwidità, jista' jkun hemm każijiet fejn l-MMFS ikollhom jiffaċċjaw tensjoni kbira fil-kundizzjonijiet tas-swieq u/jew talbiet kbar għall-fidi minħabba żviluppi li jkunu kemm speċifiċi għall-fond kif ukoll li jolqtu s-suq kollu. Hekk, ir-Rakkomandazzjoni 9 tal-IOSCO tgħid li l-fondi tas-suq tal-flus għandu jkollhom għodod għal-lest biex jaffrontaw kundizzjonijiet eċċezzjonali tas-suq u pressjonijiet sostanzjali tal-fidi. Dawn l-għodod jistgħu jtaffu l-pressjonijiet tal-fidi u hekk jevitaw azzjonijiet jew xi xorta ta' mġiba oħra "ta' merħla" fost l-investituri ta' fond partikolari jew ta' gruppi ta' fondi. Il-IOSCO tinnota wkoll li sabiex jiġu evitati l-effetti ta' kontaġju, il-ġurisdizzjonijiet jistgħu jqisu wkoll li r-regolaturi tingħatalhom is-setgħa jitolbu l-użu ta' għodod bħal dawn fejn is-sitwazzjonijiet eċċezzjonali li jħabbtu wiċċhom magħhom l-MMFS jista' jkollhom implikazzjonijiet għas-sistema finanzjarja ġenerali.

Fi ħdan il-qafas regolatorju tal-UE, kemm id-Direttiva dwar l-UCITS kif ukoll id-Direttiva dwar l-AIFM jinkludu dispożizzjonijiet dwar is-sospensjoni temporanja.

— L-Artikolu 45(2) tad-**Direttiva dwar l-UCITS** jindika li l-Istati Membri jistgħu jippermettu lill-awtoritajiet kompetenti jitolbu jew jippermettu s-sospensjoni temporanja tas-sottoskrizzjoni, ix-xiri mill-ġdid jew il-fidi tal-unitajiet sakemm din is-sospensjoni tkun ġustifikata biex tħares id-detenturi tal-unitajiet jew il-pubbliku. Skont l-Artikolu 84(2), fond jista' jissospendi temporanjament ix-xiri mill-ġdid jew il-fidi tal-unitajiet tiegħu f'każijiet eċċezzjonali meta ċ-ċirkostanzi jitolbu dan u meta s-sospensjoni tkun ġustifikata fir-rigward tal-interessi tad-detenturi tal-unitajiet.

— L-Artikolu 46(2) tad-**Direttiva dwar l-AIFM** jgħid li l-awtoritajiet kompetenti għandu jkollhom is-setgħa jitolbu s-sospensjoni tal-ħruġ, ix-xiri mill-ġdid jew il-fidi ta' unitajiet fl-interess tad-detenturi tal-unitajiet jew tal-pubbliku. Madankollu, m'hemmx dispożizzjoni speċifika fil-livell tal-fond. L-Artikolu 23(1)h jitlob ukoll id-divulgazzjoni tal-ġestjoni tar-riskji tal-likwidità tal-AIF, fosthom il-jeddijiet tal-fidi f'ċirkostanzi kemm normali kif ukoll eċċezzjonali.

Dan il-qafas huwa differenti mir-regolamenti eżistenti tal-Istati Uniti, fejn il-fond irid jiġi likwidat wara sospensjoni. [1] Sospensjoni temporanja x'aktarx tkun l-aktar tweġiba xierqa fl-ambitu ta' ċirkostanzi eċċezzjonali fejn il-fondi jridu jaffrontaw pressjonijiet sinifikanti ta' fidi. Il-qafas tal-UE għalhekk għandu jiġi emendat biex iwessa' l-possibbiltà tas-sospensjoni temporanja tat-talbiet ta' fidi għall-fondi kollha (kemm UCITS kif ukoll mhux UCITS) kif hemm bħalissa fid-Direttiva dwar l-UCITS. [2] Kif diġà tippermetti l-leġiżlazzjoni tal-UE għall-fondi UCITS kif ukoll mhux UCITS, is-sospensjoni temporanja tal-fidi tista' wkoll tintalab mill-awtoritajiet kompetenti fl-interess tad-detenturi tal-unitajiet jew tal-pubbliku, u dan huwa koerenti mar-Rakkomandazzjonijiet tal-IOSCO.

Barra s-sospensjonijiet temporanji, tista' tiġi kkunsidrata l-introduzzjoni ta' għodod straordinarji supplimentari għall-ġestjoni tal-likwidità fil-każ tal-MMFS. Il-kundizzjonijiet u ċ-ċirkostanzi meta jistgħu jintużaw dawn l-għodod għandhom ikunu definiti b'mod ċar u l-benefiċċji tagħhom għall-istabbiltà finanzjarja għandhom jiġu evalwati. B'mod partikolari, kif hemm maħsub fir-rakkomandazzjonijiet tal-IOSCO, jistgħu jkomplu jiġu evalwati l-merti ta' *gates* (biex il-fondi jillimitaw l-ammonti ta' fidi għal proporzjon speċifiku f'jum wieħed partikolari ta' fidi).

Skont ir-Rakkomandazzjonijiet tal-IOSCO għandu jkun hemm divulgazzjoni xierqa dwar l-investituri fir-rigward tal-proċeduri applikabbli għall-istress. B'mod partikolari, il-fondi jridu jiżguraw li l-investituri tagħhom ikunu jafu biċ-ċirkostanzi li fihom jistgħu jseħħu dawn il-proċeduri (sospensjonijiet jew oħrajn). Madankollu, id-dettalji tal-implimentazzjoni u l-kundizzjonijiet m'għandhomx jiġu żvelati biex ma jkunx hemm vantaġġ għall-*first-movers* u l-possibbiltà ta' azzjonijiet preventivi. Id-divulgazzjoni pubblika tal-proċeduri applikabbli fi żminijiet ta' tensjoni hija trattata fir-Rakkomandazzjoni C, Paragrafu 3, li dwarha hemm diskussjoni aktar 'l isfel.

IV.3.2 *Evalwazzjoni*

Dwar l-introduzzjoni ta' rekwiżiti speċifiċi f'termini ta' assi likwidi, dawk li wieġbu l-konsultazzjoni tal-IOSCO li saret fir-rebbiegħa tal-2012 urew appoġġ totali għall-introduzzjoni ta' bafers tal-likwidità għall-MMFS. B'mod partikolari, dawk li wieġbu saħqu fuq il-benefiċċji tad-dispożizzjonijiet il-ġodda tar-Regola 2a-7 fl-Istati Uniti biex ikomplu jissaħħu l-fondi. Fl-ambitu tal-UE dawk li wieġbu osservaw li, kuntrarju għall-Istati Uniti, fl-Ewropa ma kienx hemm qafas armonizzat għall-ġestjoni tal-likwidità u appoġġaw b'mod ġenerali inizjattiva min-naħa tar-regolaturi.

Sabiex jiġi evalwat l-impatt li jista' jkollu d-dħul ta' rekwiżiti kwantitattivi ġodda fuq il-ġestjoni tal-likwidità trid titqies il-kompożizzjoni attwali tal-portafolli tal-fondi billi l-bafers jistgħu jżidu l-preferenza għal finanzjament għall-iqsar żmien u jġiegħlu l-maniġers ibiddlu l-allokazzjoni tagħhom tal-assi. L-istħarriġ tal-BERS juri li l-MMFS tal-UE diġà jżommu parti sinifikanti mill-portafolli tagħhom f'assi li jimmaturaw fi żmien jum u fi żmien ġimgħa, kif jidher mid-dettalji tal-Iskeda 6 f'Taqsima III.2 u minn Tabella 6. Il-proporzjon ta' dawn l-assi likwidi huwa ogħla għall-fondi CNAV (26 % u 11 % rispettivament tal-assi tagħhom f'Ġunju 2012) li wkoll għandhom perċentwali relattivament aktar għoli tal-assi tagħhom

(1) Skont ir-Regola 22e-3 l-ġdida tas-SEC adottata fl-2010, il-bord tad-diretturi ta' MMFS, wara notifika lis-SEC, jista' jissospendi l-fidi u jillikwida l-fond jekk il-valur tal-assi netti jkun niżel, jew ikun fil-periklu li jinżel, taħt id-dollaru (i.e. ikun għamel jew wasal biex jagħmel telf).
(2) Ara l-Kummissjoni Ewropea (2012), Taqsima 5, li tittratta l-għodod straordinarji għall-ġestjoni tal-likwidità.

fi flus kontanti (qrib 7 % f'Ġunju 2012). MMFS oħrajn tal-UE li mhumiex CNAV ukoll diġà jżommu proporzjon relattivament sinifikanti tal-assi tagħhom f'assi likwidi ta' kuljum u ta' kull ġimgħa (bejn wieħed u ieħor 17 % u 5 % għall-fondi VNAV ta' żmien qasir u 12 % u 3 % għal fondi VNAV oħrajn).

Is-sensiela tad-dejta tal-BERS għandha xi limitazzjonijiet billi l-istħarriġ ma jkoprix l-MMFS kollha u ċ-ċifri mogħtija huma ċifri aggregati mill-fondi kollha, possibilment b'xi differenzi bejn il-fondi. Barra dan, l-istħarriġ jagħti stampa f'waqt wieħed fi żmien meta l-biża' mir-riskju kien kbir. Madankollu, ir-riżultati tal-istħarriġ huma koerenti ma' osservazzjonijiet oħra tas-superviżuri u l-aġenziji tal-klassifikazzjoni tal-kreditu kif ukoll mat-tweġibiet tal-maniġers tal-assi dwar il-ġestjoni tagħhom tal-likwidità.

IV.4 **Rakkomandazzjoni C – Divulgazzjoni pubblika**

Il-Kummissjoni hija rakkomandata tiżgura li l-leġiżlazzjoni rilevanti tal-Unjoni Ewropea:

1. ***titlob id-divulgazzjoni speċifika min-naħa tal-MMFS, anke fil-materjal ta' kummerċjalizzazzjoni, li tiġbed l-attenzjoni tal-investituri għan-nuqqas ta' garanzija ta' kapital u l-possibbiltà ta' telf ta' kapital;***

2. ***titlob li l-MMFS jirreferu fid-divulgazzjoni pubblika tagħhom għas-sostenn, il-kapaċità ta' sostenn jew il-ħarsien li jista' jkun hemm min-naħa tal-isponsors fil-każ biss li dan is-sostenn jew ħarsien ikun impenn sod min-naħa tal-isponsor, u f'dan il-każ għandu jiġi rikonoxxut fil-kontijiet u r-rekwiżiti prudenzjali ta' dak l-isponsor;***

3. ***titlob lill-MMFS jiżvelaw il-prattiki tagħhom ta' valutazzjoni, b'mod partikolari dwar l-użu tal-kontabilità bil-kost amortizzat, kif ukoll li jagħtu tagħrif xieraq lill-investituri dwar il-proċeduri applikabbli ta' fidi fi żminijiet ta' tensjoni.***

IV.4.1 *Raġunament ekonomiku*

L-MMFS ġeneralment jitqiesu bħal investimenti "siguri" b'riskju żgħir ħafna. Din il-perċezzjoni tista' twassal għar-riskju ta' azzjonijiet min-naħa tal-investituri jekk il-fond ma jrendix bħalma jkun mistenni jagħmel. Id-divulgazzjoni pubblika supplimentari hija maħsuba biex tiżgura li l-investituri jkunu jafu eżatt x'inhi l-karatteristika tal-prodott ta' investiment tal-MMFS u b'hekk jonqos dan ir-riskju. Dan ir-rekwiżit ta' divulgazzjoni huwa konformi għalkollox mar-Rakkomandazzjonijiet 13 u 14 tal-IOSCO, għalkemm jesiġi aktar minn hekk billi jitlob li kwalunkwe referenza pubblika għas-sostenn ta' sponsor, jew għall-kapaċità ta' dan is-sostenn, għandha tkun permessa biss jekk ikun hemm impenn sod min-naħa tal-isponsor.

Kif jidher f'Taqsima II.2, is-suppożizzjoni ta' sostenn impliċitu u diskrezzjonali min-naħa tal-isponsor tikkontribwixxi għan-nuqqas ta' stabbiltà tas-sistema. Il-portafolli tal-fondi u l-politika ta' fidi għalhekk għandhom ikunu strutturati b'mod li ma jkun ebda sostenn min-naħa tal-isponsor intenzjonat. Inkella, l-intenzjoni ta' dipendenza minn dan is-sostenn trid tkun espliċita, tkun internalizzata għalkollox minn min jipprovdi s-sostenn u tkun suġġetta għal rekwiżiti regolatorji tal-kapital kif imfissra fid-diskussjoni dwar Rakkomandazzjoni A.

Id-dokumentazzjoni tal-prodott għandha tispjega lill-investituri l-proċeduri li jkun hemm fir-rigward tal-valutazzjoni tal-istrumenti, fosthom tagħrif dwar l-użu tal-kontabilità bil-kost amortizzat, is-suppożizzjonijiet sottostanti għal dan il-metodu ta' valutazzjoni u r-riskji assoċjati. Barra dan, l-investituri għandhom ikunu jafu bil-proċeduri li jistgħu jintużaw fil-każ ta' tensjoni sinifikanti fis-swieq jew pressjonijiet kbar ta' fidi li jista' jkollhom impatt fuq il-possibiltajiet ta' fidi min-naħa tal-investituri (ara wkoll Rakkomandazzjoni B, Paragrafu 3). B'dan it-tagħrif dwar il-karatteristiċi tal-prodott, l-investituri jkunu jistgħu jieħdu deċiżjonijiet tajbin dwar l-investimenti u jnaqqsu l-għażliet negattivi.

IV.4.2 *Evalwazzjoni*

Tagħrif xieraq dwar il-karatteristiċi tal-MMFS għandu jnaqqas ir-riskju ta' għażliet negattivi u ta' azzjonijiet min-naħa tal-investituri, u għalhekk inaqqas ir-riskju sistemiku; mil-lat tal-ħarsien tal-investituri, it-tagħrif huwa essenzjali wkoll biex jieħdu deċiżjonijiet tajbin. Fuq bażi ta' aggregat, l-MMFS Ewropej jaqdu l-aktar lill-investituri istituzzjonali. Dawn it-tipi ta' investituri x'aktarx li jkunu jafu sew bir-riskji marbutin mal-MMFS. Dan x'aktarx li ma jgħoddx għall-investuri żgħar li jiffurmaw il-biċċa l-kbira tal-bażi tal-investituri tal-MMFS f'xi Stati Membri partikolari; għalhekk huma jgawdu l-aktar jekk ikun hemm titjib fid-divulgazzjoni. Tagħrif xieraq jgħin b'mod partikolari lill-investituri ż-żgħar jifhmu li l-MMFS mhumiex ħielsa mir-riskji. Minħabba li jkunu mgħarrfin aħjar, xi investituri għandhom mnejn jippreferu għodda alternattiva għall-ġestjoni tal-flus kontanti flok l-MMFS. Fil-każ tal-investituri ż-żgħar din l-alternattiva x'aktarx tkun depożitu tradizzjonali f'bank u mhux investiment f'xi entità oħra tal-attività bankarja parallela. Fl-aħħar, ir-rekwiżit biex fid-divulgazzjoni pubblika ssir referenza biss għal sostenn b'impenn sod min-naħa tal-isponsor għandu jtejjeb it-trasparenza dwar l-interkonnettività fis-sistema finanzjarja u jnaqqas ir-riskju sistemiku marbut mad-dipendenza minn sostenn impliċitu u diskrezzjonali ta' sponsor.

Ċerta divulgazzjoni mitluba minn din ir-Rakkomandazzjoni hija diġà koperta mil-leġiżlazzjoni tal-UE (e.g. id-Direttiva dwar l-UCITS jew il-linji gwida CESR/AETS tal-2010) iżda għandu mnejn li xi divulgazzjoni jew dokumentazzjoni tkun teħtiġilha reviżjoni u dan jirriżulta fi spejjeż supplimentari ta' konformità għall-MMFS. Mhux mistenni li jkun hemm spejjeż sinifikanti għall-awtoritajiet superviżorji nazzjonali.

IV.5 **Rakkomandazzjoni D – Rappurtar u skambju tal-informazzjoni**

1. ***Il-Kummissjoni hija rakkomandata tiżgura li l-leġiżlazzjoni rilevanti tal-Unjoni Ewropea***:

a) ***titlob li kull każ ta' sostenn minn sponsor li jista' jħalli impatt fuq il-prezz tal-MMFS għandu jiġi rappurtat mill-MMFS jew mill-maniġer tiegħu, u mill-isponsor, lill-awtorità superviżorja nazzjonali kompetenti flimkien ma' deskrizzjoni sħiħa dwar in-natura u d-daqs ta' dan is-sostenn***;

b) ***ittejjeb ir-rappurtar regolari tal-MMFS***;

c) ***tiżgura li l-awtoritajiet superviżorji nazzjonali kompetenti, fejn ikun il-każ, jiskambjaw l-informazzjoni msemmija f'punti a) u b) ma' awtoritajiet superviżorji nazzjonali oħrajn tal-istess Stat Membru jew ta' Stati Membri oħra, mal-Awtoritajiet Superviżorji Ewropej, mas-SEBĊ u mal-BERS***.

2. ***Il-Kummissjoni hija rakkomandata tħeġġeġ l-iżvilupp tar-rappurtar armonizzat u tas-sensiela armonizzata ta' dejta msemmija fil-paragrafu 1, b), u l-organizzazzjoni tal-iskambju ta' informazzjoni msemmi fil-paragrafu 1, c)***.

IV.5.1 *Raġunament ekonomiku*

Għalkemm l-MMFS VNAV mhumiex obbligati jżommu l-valur nominali u l-pressjoni għas-sostenn tal-isponsor ma tkunx l-istess bħal dik għall-fondi CNAV, x'aktarx li wkoll kellhom iħabbtu wiċċhom ma' restrizzjonijiet fil-likwidità u kellhom jiffaċċjaw nuqqas ta' likwidità fis-swieq matul il-kriżi; b'hekk għandu mnejn kellhom jiddependu mis-sostenn tal-maniġers tagħhom jew tal-kumpaniji prinċipali. Madankollu, tagħrif konkret dwar każijiet ta' sostenn bħal dan, kemm għall-MMFS CNAV kif ukoll għall-MMFS VNAV, mhuwiex disponibbli bħalissa fl-Ewropa b'mod partikolari minħabba li dan is-sostenn jista' jkun ta' sura diversa u għalhekk mhux bilfors li jkun jidher ċar fil-karta tal-bilanċ u fid-dikjarazzjoni tad-dħul tal-parti providenti. L-istħarriġ tal-BERS kien fih mistoqsija dwar is-sostenn tal-isponsors iżda ngħataw biss indikazzjonijiet ġeneriċi min-naħa tal-fondi, bħal "*trading*" jew "*no measure*". Kollox ma' kollox ir-rekwiżit għall-użu tal-VNAV flimkien mar-rekwiżit tan-nuqqas ta' dipendenza minn sostenn impliċitu ma jeskludux dan is-sostenn f'kundizzjonijiet estremi tas-swieq fil-ġejjieni.

Sabiex l-awtoritajiet ikunu jistgħu jimmonitorjaw ir-riskji marbutin ma' dan is-sostenn kull każ ta' sostenn dirett jew indirett minn sponsor fil-ġejjieni, irrispettivament mit-tip tiegħu (fosthom ix-xiri ta' titoli ta' portafolli batuti), għandu jiġi rappurtat mill-MMFS jew mill-maniġer tiegħu lill-awtorità nazzjonali kompetenti. Billi dan is-sostenn jista' jżid l-interkonnettività fis-sistema finanzjarja u għalhekk jikkontribwixxi għar-riskji sistemiċi, l-informazzjoni għandha tiġi skambjata wkoll ma' awtoritajiet rilevanti oħra (lokali, barranin jew Ewropej).

Mill-esperjenza tal-istatistika eżistenti dwar l-MMFS u tal-ġbir ta' dejta *ad hoc* speċifika, jidher ċar li d-dejta regolari miġbura dwar l-industrija Ewropea tal-MMFS għandha fejn tkompli titjieb. Il-mezz tal-MMFS huwa importanti ferm biex is-swieq monetarji fl-Ewropa jaħdmu bla xkiel. L-awtoritajiet regolatorji nazzjonali u Ewropej għalhekk għandu jkollhom aċċess għal dejta dettaljata dwar dawn il-fondi biex jidentifikaw ix-xejriet f'fażi bikrija. Fejn il-banek ċentrali nazzjonali diġà qegħdin jiġbru t-tagħrif dwar l-MMFS, għandu jitqies l-iskambju ta' din l-informazzjoni mal-awtoritajiet superviżorji nazzjonali għal għanijiet prudenzjali.

Ir-rappurtar regolari għandu għall-inqas jinkludi analiżi dettaljata biżżejjed dwar l-assi u l-obbligazzjonijeit tal-MMFS sabiex l-awtoritajiet ikunu jistgħu jimmonitorjaw il-pożizzjoni tal-likwidità tal-fond u n-natura u l-kwalità tal-assi sottostanti tiegħu. Barra dan, fil-każ li l-kontabilità bil-kost amortizzat tkun għadha tintuża, ir-regolaturi għandu jkollhom aċċess għal tagħrif regolari dwar kemm tintuża din il-prattika ta' valutazzjoni u f'liema każijiet. Fil-każ li l-mudell CNAV jibqa' jintuża, ir-rappurtar regolari jkun jeħtieġlu jinkludi wkoll tagħrif dettaljat dwar il-fondi CNAV, fosthom informazzjoni dwar il-prezz parallel tagħhom.

Bis-saħħa ta' tagħrif aktar dettaljat l-awtoritajiet ikunu jistgħu jifhmu aħjar l-iżviluppi fl-industrija tal-MMFS u jidentifikaw is-sorsi tar-riskji. Mill-perspettiva makroprudenzjali, dan it-tagħrif aktar dettaljat jeħtieġ li jkun disponibbli kemm fil-livell tas-settur aggregat tal-MMFS kif ukoll fil-livell tal-MMFS individwali.

IV.5.2 *Evalwazzjoni*

Jinħtieġ monitoraġġ mill-qrib dwar il-kompożizzjoni tal-assi u tal-investituri tal-MMFS, dwar il-pożizzjoni likwida u l-prattiki ta' valutazzjoni tagħhom kif ukoll dwar id-dipendenza mis-sostenn ta' sponsor sabiex ikun tista' tiġi identifikata l-akkumulazzjoni tar-riskji u r-rabtiet tal-MMFS mal-partijiet l-oħra tas-sistema finanzjarja. Għalhekk dan huwa rekwiżit ewlieni qabel jittieħdu miżuri preventivi biex jindirizzaw ir-riskji sistemiċi li jista' jkun hemm. Ir-rekwiżit ta' rappurtar regolari dwar il-prezzijiet paralleli għandu jkabbar l-għarfien tal-maniġers tal-MMFS dwar il-fatt li l-awtoritajiet superviżorji nazzjonali jkunu qegħdin jimmonitorjaw din il-kwistjoni; hu mistenni li dan għandu jkollu effett ta' dixxiplina fir-rigward tal-possibbiltà ta' devjazzjonijiet fil-prezzijiet paralleli fejn jidħlu n-NAV u d-dipendenza mis-sostenn ta' sponsor.

L-iżvantaġġi marbutin mat-titjib fir-rappurtar huma l-ispejjeż li għandhom x'jaqsmu mal-proċessi li jridu jiġu implimentati fil-kumpaniji tal-ġestjoni u fl-awtoritajiet prudenzjali. Kull ħidma għat-titjib fir-rappurtar mill-MMFS għalhekk għandha tqis ir-rappurtar eżistenti li l-MMFS diġà huma suġġetti għalih u tirrikonoxxi kif jixraq il-prinċipju tal-proporzjonalità, biex jonqsu l-ispejjeż relatati. B'mod partikolari, il-ġbir ta' dejta min-naħa tal-BĊE dwar il-karta tal-bilanċ tal-MFI (l-MMFS huma

parti minnhom) diġà jinkludi tagħrif dettaljat dwar l-assi u l-obbligazzjonijiet tal-MMFS (ara r-Regolament BĊE/2008/32). Madankollu, billi dan ir-rappurtar inħoloq għall-għanijiet tal-politika monetarja jista' jkun li ma jkoprix għalkollox il-ħtiġijiet tad-dejta għall-għanijiet tal-istabbiltà finanzjarja.

IV.6 **Segwitu**

IV.6.1 *Skeda taż-żmien*

Il-Kummissjoni hija mitluba tibgħat rapport lill-BERS u lill-Kunsill tal-Unjoni Ewropea dwar l-azzjonijiet li jkunu ttieħdu bi tweġiba għal dawn ir-Rakkomandazzjonijiet, jew tiġġustifika kif jixraq kull nuqqas ta' azzjoni, skont l-iskeda taż-żmien li tidher hawn taħt.

— **Sat-30 ta' Ġunju 2013**, il-Kummissjoni hija mitluba tibgħat rapport *interim* lill-BERS li jkun fih l-ewwel evalwazzjoni dwar ir-riżultati tal-ewwel fażi tal-implimentazzjoni ta' dawn ir-Rakkomandazzjonijiet.

— **Sat-30 ta' Ġunju 2014**, il-Kummissjoni hija mitluba tibgħat rapport finali lill-BERS u lill-Kunsill dwar it-tieni fażi tal-implimentazzjoni ta' dawn ir-Rakkomandazzjonijiet.

IV.6.2 *Kriterji ta' konformità*

Il-kriterji ta' konformità ġenerali li ġejjin qegħdin jiġu definiti għar-**Rakkomandazzjonijiet A sa D**.

— Ir-Rakkomandazzjonijiet għandhom l-għan ukoll li jiġu implimentati kif jixraq u b'mod konsistenti fl-Ewropa r-Rakkomandazzjonijiet rilevanti tal-IOSCO dwar l-MMFS.

— Il-Kummissjoni tista' titlob il-parir tal-Awtoritajiet Superviżorji Ewropej (ASE) rilevanti, b'mod speċjali l-AETS, fir-rigward tal-implimentazzjoni tar-Rakkomandazzjonijiet tal-BERS u, sabiex tiġi żgurata l-applikazzjoni armonizzata tar-Rakkomandazzjonijiet, tista' titlob lill-ASE jiżviluppaw l-istandards tekniċi, il-linji gwida u r-rakkomandazzjonijiet meħtieġa (fosthom il-mudelli tar-rappurtar u d-divulgazzjoni, filwaqt li jitqiesu kif jixraq ir-rekwiżiti eżistenti dwar ir-rappurtar u d-divulgazzjoni).

— Ir-Rakkomandazzjonijiet tal-BERS jolqtu l-impriżi ta' investiment kollettiv (CIU) ibbażati fl-UE li jiġu offruti/jinbiegħu lill-investituri bħala prodott li jżomm is-somma kapitali, jipprovdi likwidità ta' kuljum u jimmira għal redditi li jkunu konformi mar-rati tas-suq tal-flus. B'mod partikolari jindirizzaw fondi li jkollhom it-tikketta jew jinbiegħu bħala MMFS jew li jinbiegħu bħala li jkollhom il-karatteristiċi ta' MMFS (i.e. li jżommu l-valur tal-kapital, il-fidi ta' kuljum u r-rati tas-suq tal-flus) jew fondi li jinbiegħu b'mod li jagħtu din l-impressjoni (e.g., jinbiegħu bħala fondi ta' flus kontanti jew fondi likwidi jew ta' likwidità, jew fondi b'maturità qasira).

Għal **Rakkomandazzjoni A**, qegħdin jiġu definiti l-kriterji ta' konformità li ġejjin:

— L-MMFS għandhom jużaw biss il-mudell tal-valur tal-assi netti varjabbli (VNAV). B'mod partikolari, it-tqarrib tal-prezzijiet tal-ishma lejn l-eqreb ċifra għandu jkun projbit. Jinħtieġu dispożizzjonijiet tranżizzjonali għal ċaqliq obbligatorju lejn il-mudell tal-VNAV. Għalhekk huwa rakkomandat li jkun hemm perjodu tranżitorju li jkun twil biżżejjed għall-MMFS eżistenti u li matulu l-mudell tal-valur tal-assi netti kostanti (CNAV) ikun jista' jinżamm sakemm isiru l-aġġustamenti meħtieġa. Il-perjodu tranżitorju għall-fondi CNAV eżistenti jista' jkun ta' mill-inqas sentejn wara l-pubblikazzjoni finali tar-regoli applikabbli. Barra dan, iċ-ċaqliqa għall-fondi VNAV għandha titħabbar b'attenzjoni, ħafna qabel ma jiġi implimentat ir-rekwiżit, permezz ta' divulgazzjoni lill-MMFS dwar l-effett tal-bidla.

— Ir-Rakkomdandazzjoni A ma timplikax il-projbizzjoni sħiħa tal-kontabilità bil-kost amortizzat. Madankollu, il-kontabilità bil-kost amortizzat għandha tintuża biss fejn din tkun titqies li tippermetti l-approssimazzjoni xierqa tal-prezz tal-istrument.

— Fil-każ li tkompli tintuża l-kontabilità bil-kost amortizzat, għandhom jiġu implimentati restrizzjonijiet fir-rigward tal-maturità residwa tal-istrument ikkonċernat bil-għan li jitnaqqas ir-riskju ta' diskrepanza bejn il-prezz tiegħu u l-prezz amortizzat; meta jiġu stabbiliti dawn ir-restrizzjonijiet, għandu jitqies b'attenzjoni l-profil tal-maturità tal-assi tal-MMFS ibbażati fl-UE.

Għal **Rakkomandazzjoni B**, qegħdin jiġu definiti l-kriterji ta' konformità li ġejjin:

— Biex jiġu definiti d-daqs u l-kompożizzjoni tal-bafers minimi tal-assi likwidi, għandhom jitqiesu l-elementi li ġejjin:

(a) il-kontropartita bejn id-daqs tal-bafers li jridu jiġu imposti u t-tip ta' assi li jitqiesu bħala eliġibbli;

(b) għandhom jiġu definiti l-ammonti minimi tal-assi likwidi ta' kuljum u ta' kull ġimgħa;

(c) sabiex tonqos id-dipendenza tal-MMFS mil-likwidità tas-suq sekondarju, id-definizzjoni ta' assi likwidi (minbarra l-flus kontanti) għandha l-ewwel tqis il-maturità residwa. Hekk, l-istrumenti definiti bħala assi likwidi ta' kuljum u ta' kull ġimgħa għandu jkollhom maturità residwa fi żmien jum u ħamest ijiem tan-negozju rispettivament;

(d) meta jiġu definiti l-bafers, għandhom jitqiesu r-riskji marbutin mal-possibbiltà ta' maturitajiet opzjonali tal-assi. Dawn l-opzjonijiet jistgħu jkunu bbażati fuq parametri differenti, fosthom it-tekniki bi skopertura għar-riskju tal-kontroparti li tkun *puttable* (e.g. bonds li jkunu *puttable*), *cancellable* (e.g. opzjonijiet li jkunu jistgħu jiġu kanċellati) jew *callable* (e.g. tekniki *repo* li jkunu *re-callable*);

(e) għandhom jitqiesu wkoll effetti oħra ta' interkonnessjoni, l-aktar mas-settur bankarju, li jistgħu jħallu impatt fuq id-disponibbiltà tal-assi eliġibbli għall-bafers tal-likwidità.

— L-MMFS għandhom jaġġustaw kemm iżommu bafers minimi ta' assi likwidi skont il-profil tar-riskju u l-bażi tal-investituri tagħhom.

— Għandhom jagħmlu *stress tests* regolari bbażati fuq diversi sitwazzjonijiet negattivi li jkunu kemm speċifiċi għall-fond kif ukoll ġenerali u jħallu impatt fuq il-profil tal-likwidità tagħhom.

— L-MMFS għandu jkollhom pjanijiet ta' kontinġenza lesti biex jilqgħu għal żminijiet ta' tensjoni bħal dawn.

— Jeħtieġ ikollhom l-għodod neċessarji lesti biex jilqgħu għal talbiet eċċezzjonali ta' fidi mingħand l-investituri.

Għal **Rakkomandazzjoni C**, qegħdin jiġu definiti l-kriterji ta' konformità li ġejjin:

— It-tagħrif dwar il-prodott tal-MMFS għandu jiġbed l-attenzjoni tal-investituri għan-nuqqas, jew għal-limitazzjoni, ta' garanzija tal-kapital u l-possibbiltà ta' telf tal-kapital.

— It-tagħrif għandu jfisser bir-reqqa lill-investituri l-proċeduri li jkun hemm fir-rigward tal-valutazzjoni tal-istrumenti, fosthom tagħrif dwar l-użu tal-kontabilità bil-kost amortizzat, is-suppożizzjonijiet sottostanti għal dan il-metodu ta' valutazzjoni u r-riskji assoċjati.

— Kwalunkwe referenza fit-tagħrif tal-MMFS dwar il-possibbiltà ta' sostenn, il-kapaċità ta' sostenn jew il-ħarsien li jista' jkun hemm min-naħa ta' sponsors għandha titħalla biss jekk dan is-sostenn jew ħarsien ikun impenn sod min-naħa tal-isponsor u f'dan il-każ irid jiġi rikonoxxut fil-kontijiet u r-rekwiżiti prudenzjali ta' dak l-isponsor.

— L-investituri għandhom ikunu jafu bil-proċeduri li jistgħu jintużaw fil-każ ta' tensjoni sinifikanti fis-swieq jew press-jonijiet kbar ta' fidi u li jista' jkollhom impatt fuq il-possibiltajiet ta' fidi tagħhom.

Għal **Rakkomandazzjoni D**, qegħdin jiġu definiti l-kriterji ta' konformità li ġejjin:

— Kull każ ta' sostenn minn sponsor lil MMFS li jista' jkollu impatt fuq il-prezz tal-MMFS għandu jiġi rappurtat mill-MMFS (jew mill-maniġer tiegħu) u mill-isponsor lill-awtorità nazzjonali responsabbli, flimkien ma' deskrizzjoni dwar in-natura u d-daqs tas-sostenn.

— Ir-rappurtar regolari tal-MMFS lill-awtoritajiet superviżorji jew banek ċentrali għandu mill-inqas jinkludi analiżi dettal-jata biżżejjed dwar l-assi u l-obbligazzjonijiet tal-MMFS sabiex l-awtoritajiet ikunu jistgħu jimmonitorjaw il-pożizzjoni tal-likwidità tal-fond u n-natura u l-kwalità tal-assi sottostanti tiegħu.

— Fil-każ li l-MMFS ikompli juża l-mudell tal-valur tal-assi netti kostanti (CNAV) ir-rappurtar regolari jkun jeħtieġlu jinkludi informazzjoni dettaljata separata dwar il-fondi CNAV, fosthom tagħrif dwar il-prezz parallel tagħhom.

— Fil-każ li l-kontabilità bil-kost amortizzat tkun għadha tintuża mill-MMFS, ir-regolaturi għandu jkollhom aċċess għal tagħrif minn żmien għal żmien dwar kemm tintuża din il-prattika ta' valutazzjoni u f'liema każijiet.

— Għandhom jittieħdu miżuri li jheġġu l-iżvilupp tar-rappurtar armonizzat u tas-sensiela ta' dejta armonizzata dwar l-MMFS, li tkun tista' tintuża wkoll għal għanijiet makroprudenzjali u li tkopri l-punti msemmija qabel; dawn il-miżuri għandhom iqisu r-rekwiżiti eżistenti ta' rappurtar li l-MMFS huma diġà suġġetti għalih, bħar-rappurtar tal-karta tal-bilanċ tal-istituzzjonijiet finanzjarji monetarji (BĊE/2008/32).

— Jiżguraw li ma jkunx hemm impedimenti dwar l-iskambju tal-informazzjoni msemmija qabel bejn l-awtoritajiet prudenzjali u l-banek ċentrali, fil-livell nazzjonali, transkonfinali jew Ewropew.

IV.6.3 *Komunikazzjoni dwar is-segwitu*

Ir-**rapport *interim* li għandu jsir sat-30 ta' Ġunju 2013** bħala minimu għandu jinkludi:

(a) tagħrif dwar l-inizjattivi leġiżlattivi mibdija u pjanati mill-Kummissjoni bi tweġiba għal dawn ir-Rakkomandazzjonijiet;

(b) tagħrif dwar l-azzjonijiet li l-Kummissjoni tkun ħadet *vis-à-vis* l-awtoritajiet superviżorji Ewropej bi tweġiba għal dawn ir-Rakkomandazzjonijiet;

(c) skeda taż-żmien indikattiva għad-dħul fis-seħħ tal-miżuri proposti diġà jew ippjanati li jiġu proposti mill-Kummissjoni bi tweġiba għal dawn ir-Rakkomandazzjonijiet;

(d) evalwazzjoni dwar l-impatt kumulattiv tal-miżuri proposti diġà jew ippjanati li jiġu proposti mill-Kummissjoni bi tweġiba għal dawn ir-Rakkomandazzjonijiet;

(e) ġustifikazzjoni dettaljata dwar kull nuqqas ta' azzjoni jew devjazzjoni minn dawn ir-Rakkomandazzjonijiet.

Ir-**rapport finali li għandu jsir sat-30 ta' Ġunju 2014** bħala minimu għandu jinkludi:

(a) tagħrif dwar is-sitwazzjoni tal-proċess leġiżlattiv wara l-inizjattivi leġiżlattivi mibdija mill-Kummissjoni bi tweġiba għal dawn ir-Rakkomandazzjonijiet;

(b) tagħrif dwar is-sitwazzjoni tal-miżuri li l-Kummissjoni tkun ħadet *vis-à-vis* l-awtoritajiet superviżorji Ewropej bi tweġiba għal dawn ir-Rakkomandazzjonijiet;

(c) skeda taż-żmien indikattiva għad-dħul fis-seħħ tal-miżuri proposti mill-Kummissjoni bi tweġiba għal dawn ir-Rakkomandazzjonijiet;

(d) evalwazzjoni dwar l-impatt kumulattiv tal-miżuri proposti mill-Kummissjoni bi tweġiba għal dawn ir-Rakkomandazzjonijiet;

(e) ġustifikazzjoni dettaljata dwar kull nuqqas ta' azzjoni jew devjazzjoni minn dawn ir-Rakkomandazzjonijiet.

REFERENZI

Ansidei, J., Bengtsson, E., Frison, D. u Ward, G. (2012), *Money market funds in Europe and financial stability*, Dokument Okkażjonali tal-BERS, Nru 1, Ġunju.

Assoċjazzjoni tal-Fondi tas-Swieq Monetarji Istituzzjonali – IMMFA (2012), *Code of practice*.

Assoċjazzjoni tal-Fondi tas-Swieq Monetarji Istituzzjonali – IMMFA (2012), *A comparison of money market fund ratings*, 19 ta' Ġunju.

Awtorità Ewropea tat-Titoli u s–Swieq – ESMA – (2012), *Guidelines on ETFs and other UCIT issues – consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements*, 25 ta' Lulju.

Awtorità Ewropea tat-Titoli u s–Swieq – ESMA – (2012), *Questions and answers – a common definition of European money market funds*, 20 ta' Frar.

Baba, N., McCauley, R.N. u Ramaswamy, S. (2009), *US dollar money market funds and non-US banks*, BIS Quarterly Review, Marzu, pp. 65-81.

Bank Ċentrali Ewropew (2008), *Regolament tal-Bank Ċentrali Ewropew tad- 19 ta' Diċembru 2008 dwar il-karta tal-bilanċ tas-settur tal-istituzzjonijiet finanzjarji monetarji (Riformulazzjoni) (BĊE/2008/32)*, ĠU L 15, 20.1.2009, p. 14.

Bord għall-Istabbiltà Finanzjarja – FSB – (2011), *Shadow banking: scoping the issues*, 12 ta' April.

Bord għall-Istabbiltà Finanzjarja – FSB – (2012), *Strengthening oversight and regulation of shadow banking – an integrated overview of policy recommendations*, Dokument konsultattiv, 18 ta' Novembru.

Brady, S. A. (2012), *The stability of prime money market mutual funds: sponsor support from 2007 to 2011*, Federal Reserve Bank of Boston, Dokument ta' Ħidma RPA 12-3, 13 ta' Awwissu.

Duygan-Bump. B., Parkinson, P., Rosengren, E., Suarez, G. A. u Willen, P., *How effective were the Federal Reserve emergency liquidity facilities? Evidence from the asset-backed commercial paper money market mutual fund liquidity facility*, Journal of Finance, għad irid joħroġ.

FitchRatings (2012), *European money market funds: trends in MMF portfolios*, Novembru.

Gordon, J.N. u Gandia, C.M. (2012), *Money market funds run risk: will floating net asset value fix the problem?*, Columbia Law and Economics Working Paper, nru 426, 23 ta' Settembru.

Gorton, G. u Metrick, A. (2010), *Regulating the shadow banking system, Brookings Papers on Economic Activity*, Ħarifa.

Grupp ta' Ħidma tal-President dwar is-Swieq Finanzjarji (2010), *Money market fund reform options*, Ottubru.

Kacperczyk, M. u Schnabl, P. (2012), *How safe are money market funds?*, draft, April 2012.

Kumitat ta' Basel dwar is-Superviżjoni Bankarja (2010), *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Diċembru (rev Ġunju 2011).

Kumitat tar-Regolaturi Ewropej tat-Titoli – CESR – (2007), *CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS*. Marzu.

Kumitat tar-Regolaturi Ewropej tat-Titoli – CESR – (2010), *CESR's guidelines on a common definition of European money market funds*, 19 ta' Mejju.

Kummissjoni Ewropea (2012), *Green paper on shadow banking*, 19 ta' Marzu.

Kummissjoni Ewropea (2012), *Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) – product rules, liquidity management, depository, money market funds, long-term investments*, Dokument ta' konsultazzjoni, 26 ta' Lulju.

Kummissjoni tat-Titoli u l-Kambju – SEC – (1977), *Valuation of debt instruments by money market funds and certain other open-end investment companies*, Investment Company Act Release No. 9786, 42 Fed. Reg. 28999, 7 ta' Ġunju.

Kummissjoni tat-Titoli u l-Kambju – SEC – (2010), *Money Market Fund Reform*, Investment Company Act Release No. IC-29132, 75 Fed. Reg. 10600, 10062, 4 ta' Marzu.

Kunsill għas-Sorveljanza tal-Istabbiltà Finanzjarja – FSOC – (2012), *Proposed recommendations regarding money market mutual fund reform*, Novembru.

McCabe, P.E. (2010), *The cross section of money market fund risks and financial crises*, Dokument ta' Ħidma 2010-51, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, Settembru.

McCabe, P.E., Cipriani, M., Holscher, M. u Martin, A. (2012), *The minimum balance at risk: a proposal to mitigate the systemic risks posed by money market funds*, Dokument ta' Ħidma 2012-47, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, Lulju.

Moody's (2010), *Sponsor key to money market funds*, Awwissu.

Organizzazzjoni Internazzjonali tal-Kummissjonijiet tat-Titoli – IOSCO – (2012), *Money market fund systemic risk analysis and reform options*, Rapport ta' Konsultazzjoni, 27 ta' April.

Organizzazzjoni Internazzjonali tal-Kummissjonijiet tat-Titoli – IOSCO – (2012), *Policy recommendations for money market funds*, 9 ta' Ottubru.

Parlament Ewropew (2012), *Report on shadow banking*, Kumitat għall-Affarijiet Ekonomiċi u Monetarji, 25 ta' Ottubru.

Rosengren, E.S (2012)., *Money market mutual funds and financial stability*, Kummenti li saru fil-Konferenza tas-Swieq Finanzjarji 2012 tal-Federal Reserve Bank of Atlanta, 11 ta' April.

Scharfstein, D.S. (2012), *Perspectives on money market mutual fund reforms*, Xhieda quddiem il-Kumitat tas-Senat Amerikan dwar il-Banek, id-Djar u l-Affarijiet Urbani, 21 ta' Ġunju.

Scott, H.S. (2012), *Interconnectedness and contagion*, 20 ta' Novembru.

Squam Lake Group (2011), *Reforming money market funds*, 14 ta' Jannar.