

I

(Resolutioner, rekommendationer och yttranden)

REKOMMENDATIONER

EUROPEISKA SYSTEMRISKNÄMNDEN

EUROPEISKA SYSTEMRISKNÄMNDENS REKOMMENDATION

av den 20 december 2012

om penningmarknadsfonder

(ESRB/2012/1)

(2013/C 146/01)

EUROPEISKA SYSTEMRISKNÄMNDENS STYRELSE HAR ANTAGIT DENNA REKOMMENDATION

med beaktande av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1092/2010 av den 24 november 2010 om makrotillsyn av det finansiella systemet på EU-nivå och om inrättande av en europeisk systemrisknämnd⁽¹⁾, särskilt artikel 3.2 b, d och f samt artiklarna 16–18,

med beaktande av Europeiska systemrisknämndens beslut ESRB/2011/1 av den 20 januari 2011 om arbetsordningen för Europeiska systemrisknämnden⁽²⁾, särskilt artikel 15.3 e och artiklarna 18–20, och

av följande skäl:

- (1) Penningmarknadsfonder regleras av värdepapperslagstiftningen och är en nyckelkomponent i skuggbanksektorn eftersom de genomför löptids- och likviditetstransformering som kan medföra systemrisker.
- (2) Investerare kan uppfatta penningmarknadsfonder med konstant andelsvärde, särskilt sådana som eftersträvar att upprätthålla ett oförändrat nominellt värde, som säkra alternativ till bankinlåning. Penningmarknadsfonder saknar dock tillgång till det offentliga skyddsnetet som insättningsgarantier och centralbankslikviditet. Det finns därför en risk för förväxling med bankinlåning som omfattas av detta skyddsnet.
- (3) Som regel har penningmarknadsfonder inte något uttryckligt stöd från sina garantier som ofta är banker,

men det finns fall där garantier i efterhand aktivt har valt att ge stöd till penningmarknadsfonder som fått problem.

- (4) Ekonomisk forskning visar att penningmarknadsfonders agerande och karaktär gör dem sårbara för destabiliserande uttagsanstormningar som snabbt kan sprida sig mellan fonderna och medföra försämrade likviditet och tillgång till kredit på kort sikt, särskilt för banker. Risken för uttagsanstormningar kan vara högre för fonder med konstant andelsvärde om investerarna får intryck av att inlösen till nominellt värde inte längre kommer att vara möjlig.
- (5) Trots att det inte var penningmarknadsfonderna som orsakade finanskrisen 2007 och 2008 visade deras utveckling dock att de har potentialen att sprida, eller t.o.m. förvärra, en kris. Erfarenheterna från krisen 2007 och 2008 visar att penningmarknadsfonder kan utsättas för uttagsanstormningar och kan behöva stöd från sina garantier, särskilt för att upprätthålla ett konstant andelsvärde.
- (6) Potentiella systemrisker som härrör från penningmarknadsfonder beror dels på att den första investeraren får en fördel, vilket har särskild betydelse för penningmarknadsfonder med konstant andelsvärde, dels det implicita och frivilliga stödet från garantier samt även de nära kopplingarna som finns mellan penningmarknadsfonder och det övriga finansiella systemet, särskilt banker och penningmarknader.
- (7) Efter en utvärdering av orsakerna till den senaste finanskrisen har flera nationella lagstiftare och internationella organisationer uttryckt att det finns ett behov av strukturella reformer av penningmarknadsfonderna. Den 27 oktober 2011 publicerade rådet för finansiell stabilitet (FSB) en serie inledande rekommendationer för att stärka

⁽¹⁾ EUT L 331, 15.12.2010, s. 1.

⁽²⁾ EUT C 58, 24.2.2011, s. 4.

tillsynen och regleringen av skuggbanksystemet. FSB rekommenderade särskilt en obligatorisk övergång till fonder med variabelt andelsvärde, att man inför kapital- och likviditetskrav för penningmarknadsfonder med konstant andelsvärde samt genomför andra regleringar.

- (8) Efter en förfrågan från FSB utfärdade Internationella organisationen för värdepapperstillsyn (IOSCO) den 9 oktober 2012 rekommendationer för att minska risken för att penningmarknadsfonder drabbas av uttagsanstormningar. Många av IOSCO:s rekommendationer har redan åtgärdats på unionsnivå, men det finns fortfarande vissa luckor.
- (9) Lagstiftaren i USA har börjat ändra regelverket för penningmarknadsfonder. Securities and Exchange Commission (SEC) har exempelvis ändrat bestämmelse 2a-7. Dessutom initierade Financial Stability Oversight Council den 13 november 2012 ett offentligt samråd om ett förslag till rekommendationer avseende en reform av penningmarknadsfonder.
- (10) I maj 2010 publicerade Europeiska värdepapperstillsynskommittén (CESR) riktlinjer för en harmoniserad definition av begreppet "penningmarknadsfond" för att etablera nya gemensamma standarder i syfte att ta itu med de problem som uppdagades under finanskrisen. Riktlinjerna införde strikta standarder avseende portföljkvalitet och löptider, riskhantering samt rapportering. Dessa icke-bindande riktlinjer riktade sig både till sådana penningmarknadsfonder som är fondföretag och till sådana som inte är det, och har genomförts av medlemsstaterna på nationell nivå.
- (11) Europeiska kommissionen planerar att ta fram nya unionsomfattande lagstiftningsåtgärder för fondbolag och undersöker särskilt behovet av mer detaljerade och harmoniserade regler för penningmarknadsfonder⁽¹⁾.
- (12) Enligt förordning (EU) nr 1092/2010 får Europeiska systemrisknämnden (ESRB) även rikta rekommendationer till kommissionen som gäller relevant unionslagstiftning. Dessa rekommendationer avser att ge kommissionen råd i detta avseende, samt även till Esma i dess rådgivande och normgivande roll.
- (13) Uttagsanstormningar kan ske med alla typer av fonder som drabbas av obalanser i löptider eller likviditet, men fonder med konstant andelsvärde har egenskaper som gör det mer sannolikt att investerare försöker uppnå först-till-kvarn-fördelar i tider av marknadsturbulens. En

omvandling till variabelt andelsvärde kan minska andelsinnehavarnas incitament till uttagsanstormningar om en fond drabbas av måttliga förluster, och kan bidra till en bättre prisbildning. Detta kan även minska den systemrisk som härrör från de nära kopplingarna mellan penningmarknadsfonder och garantier samt minska behovet och vikten av garantistöd.

- (14) Om penningmarknadsfonder generellt använder en värdering till verkligt värde och begränsar användningen av upplupet anskaffningsvärde till ett begränsat antal situationer, ökar pristransparensen för investerarna och deras förståelse för de risker som hör samman med dessa fonder samt tydliggörs hur de skiljer sig från inlåning i bank.
- (15) Likvida tillgångar hjälper penningmarknadsfonder att betala andelsägare som säljer andelar och undvika blixtförsäljningar av tillgångar till förlustpriser samt även förebygga spridningseffekter för andra fonder som innehar liknande värdepapper. Uttryckliga minimibelopp av dagliga och veckovisa likvida tillgångar säkerställer att penningmarknadsfonder klarar av stora uttag från investerarna och kan klara perioder av volatilitet på marknaden. Effektiva verktyg för att hantera likviditetsproblem, t.ex. att tillfälligt ställa in inlösen av fondandelar, hjälper penningmarknadsfonder att hantera svåra perioder.
- (16) Det är tänkt att offentliggörandet av ytterligare information, t.ex. om att det saknas kapitalgaranti, stödet från garantier samt värderingsprinciper ska säkerställa att investerarna är medvetna om de risker som finns.
- (17) Mer detaljerad rapportering från penningmarknadsfonderna kommer att ge tillsynsmyndigheterna ökad förståelse för utvecklingen i branschen och förbättra möjligheterna att identifiera risker. En regelbunden rapportering från penningmarknadsfonderna bör vidareutvecklas, särskilt vad gäller sammansättningen på tillgångar och skulder, användningen av upplupet anskaffningsvärde samt garantistöd. De behöriga nationella tillsynsmyndigheterna bör dela med sig av relevant information till andra relevanta nationella och europeiska myndigheter.
- (18) I enlighet med skäl 29 i förordning (EU) nr 1092/2010 har synpunkter från berörda aktörer i den privata sektorn beaktats när denna rekommendation tagits fram.
- (19) Denna rekommendation är inte tänkt att påverka det arbete som unionens centralbanker utför inom ramen för sina penningpolitiska mandat.

⁽¹⁾ Consultation on Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments, 26 juli 2012.

- (20) ESRB:s rekommendationer offentliggörs efter det att Europeiska unionens råd har informerats om styrelsens intention att göra detta och rådet getts möjlighet att agera.

HÄRIGENOM REKOMMENDERAS FÖLJANDE.

AVSNITT 1

REKOMMENDATIONER

Rekommendation A – Obligatorisk övergång till variabelt andelsvärde

Kommissionen rekommenderas säkerställa att den relevanta EU-lagstiftningen kräver att penningmarknadsfonder

1. har ett variabelt andelsvärde,
2. använder en värdering till verkligt värde och begränsar användningen av upplupet anskaffningsvärde till ett begränsat antal på förhand definierade omständigheter.

Rekommendation B – Likviditetskrav

Kommissionen rekommenderas säkerställa att den relevanta EU-lagstiftningen

1. kompletterar de befintliga likviditetskraven för penningmarknadsfonder genom att tydliga minimibelopp införs avseende vilka dagliga och veckovisa likvida tillgångar som penningmarknadsfonderna måste hålla,
2. förstärker fondförvaltarnas ansvar när det gäller övervakningen av likviditetsrisken,
3. säkerställer att nationella tillsynsorgan och fondförvaltare har tillgång till effektiva instrument, t.ex. ett tillfälligt upphävande av inlösen, för att hantera likviditetsrestriktioner i tider av påfrestningar till följd av både fondspecifik och marknadsomfattande utveckling.

Rekommendation C – Offentliggörande

Kommissionen rekommenderas säkerställa att den relevanta EU-lagstiftningen

1. kräver att penningmarknadsfonder, även i sitt marknadsföringsmaterial, specifikt ska göra investerarna uppmärksamma på avsaknaden av en kapitalgaranti och risken att förlora kapitalet,
2. kräver att penningmarknadsfonder offentliggör information om eventuell förekomst av stöd från garantier eller möjligheten till sådant stöd eller skydd endast såvida detta stöd är ett fast åtagande, vilket i sådant fall måste redovisas i garantens redovisning och i tillsynskraven,
3. kräver att penningmarknadsfonder offentliggör sina värderingsprinciper, särskilt avseende användningen av redovis-

ning av upplupna anskaffningskostnader, samt lämnar lämplig information till investerarna avseende tillämpliga förfaranden för inlösen i stressituationer.

Rekommendation D – Rapportering och informationsutbyte

1. Kommissionen rekommenderas säkerställa att den relevanta EU-lagstiftningen
 - a) kräver att alla fall av stöd från garantier ska rapporteras av penningmarknadsfonden eller dess förvaltare samt av garanten, om det kan påverka priset på penningmarknadsfonden. Rapporteringen ska ske till de behöriga tillsynsmyndigheterna och innehålla en fullständig beskrivning av typen och storleken av detta stöd,
 - b) förbättrar penningmarknadsfondernas regelbundna rapportering.
 - c) säkerställer att de behöriga nationella tillsynsmyndigheterna i förekommande fall ska dela med sig av den information som avses i punkterna a och b till andra nationella tillsynsmyndigheter inom samma medlemsstat, eller andra medlemsstater, de europeiska tillsynsmyndigheterna, medlemmarna av Europeiska centralbankssystemet samt ESRB.
2. Kommissionen rekommenderas främja utvecklingen av harmoniserad rapportering och en harmoniserad minsta uppsättning data i enlighet med punkt 1 b samt inrätta det informationsutbyte som avses i punkt 1 c.

AVSNITT 2

GENOMFÖRANDE

1. Tolkning

1. I denna rekommendation avses med
 - a) *kreditinstitut*: ett kreditinstitut enligt definitionen i artikel 4.1 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2006/48/EG av den 14 juni 2006 om rätten att starta och driva verksamhet i kreditinstitut⁽¹⁾.
 - b) *nationell tillsynsmyndighet*: en behörig myndighet eller tillsynsmyndighet enligt definitionen i artikel 1.3 f i förordning (EU) nr 1092/2010.
 - c) *penningmarknadsfond*: ett företag för kollektiva investeringar som omfattas av reglering och tillsyn och vars primära mål är att bibehålla en fonds kapital och ge en avkastning som är i linje med räntorna på penningmarknaden genom att placera i penningmarknadsinstrument eller i inlåning hos kreditinstitut.

⁽¹⁾ EUT L 177, 30.6.2006, s. 1.

- d) *fond med variabelt andelsvärde*: penningmarknadsfond som inte försöker upprätthålla ett oförändrat nominellt värde och vars andelsvärde därför varierar. Fondens tillgångar värderas normalt till marknadsvärdet.
- e) *penningmarknadsfonder med konstant andelsvärde*: penningmarknadsfond som försöker upprätthålla ett oförändrat nominellt värde. Fondens tillgångar värderas normalt enligt upplupet anskaffningsvärde.
- f) *redovisning av upplupna anskaffningskostnader*: en redovisningsmetod som utgår från värdepapperets anskaffningskostnad och justerar detta för ränteintäkter och räntekostnader fram till förfalldagen.
2. Bilagan utgör en integrerad del av denna rekommendation. Huvudtexten har dock tolkningsföreträde.

2. Kriterier för genomförandet

1. Följande kriterier gäller för genomförandet av denna rekommendation:
- a) Rekommendationen omfattar alla penningmarknadsfonder enligt definitionen.
- b) Regelarbitrage bör undvikas.
- c) Proportionalitetsprincipen ska beaktas vid genomförandet så att man beaktar målsättningen och innehållet i varje rekommendation.
- d) Specifika kriterier för genomförandet av denna rekommendation framgår av bilagan.
2. Kommissionen ska meddela ESRB och rådet vilka åtgärder som den vidtar med anledning av denna rekommendation, eller på lämpligt sätt motivera eventuell passivitet. Rapporten bör som minimum innehålla
- a) information om vidtagna åtgärder samt tidsramarna för dessa, inkl. eventuella åtgärder som vidtas avseende de europeiska tillsynsmyndigheterna,
- b) en bedömning huruvida vidtagna åtgärder är ägnade att uppnå målsättningarna i denna rekommendation,

- c) en ingående motivering av varför man avstått från att vidta åtgärder eller gjort avsteg från denna rekommendation, inklusive eventuella förseningar.

3. Tidsfrister för uppföljning

1. Kommissionen ska rapportera till ESRB och rådet om åtgärder som vidtagits med anledning av dessa rekommendationer, eller på lämpligt sätt motivera eventuell passivitet senast de datum som anges nedan.
- a) Senast den 30 juni 2013 ska kommissionen lämna en interimrapport till ESRB som innehåller en första bedömning av hur dessa rekommendationer genomförts.
- b) Senast den 30 juni 2014 ska kommissionen lämna en slutrapport till ESRB och rådet om hur dessa rekommendationer genomförts.
2. Styrelsen får förlänga tidsfristen enligt punkt 1 om lagstiftning krävs för att uppfylla en eller flera av rekommendationerna.

4. Granskning och utvärdering

1. ESRB-sekretariatet ska
- a) stödja kommissionen, bl.a. genom att tillhandahålla förslagor och vid behov ytterligare information om tillvägagångssätt och tidsfrister för uppföljningen,
- b) verifiera kommissionens uppföljning, inklusive vid anmodan hjälpa denna, och via styrkommittén informera styrelsen om uppföljningen.
2. Styrelsen ska bedöma kommissionens åtgärder och förklaringar och i förekommande fall bedöma huruvida denna rekommendation inte har följts och huruvida mottagaren har underlåtit att motivera sin passivitet på lämpligt sätt.

Utfärdad i Frankfurt am Main den 20 december 2012.

Mario DRAGHI
ESRB:s ordförande

BILAGA TILL ESRB:S REKOMMENDATION OM PENNINGMARKNADSFONDER

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

	<i>Sidan</i>
LISTA ÖVER FÖRKORTNINGAR	6
SAMMANFATTNING	7
INLEDNING	8
I. DE SENASTE REGLERINGSINITIATIVEN	8
I.1 Internationella initiativ	8
I.2 Europeiska initiativ	9
II. PENNINGMARKNADSFONDER OCH FINANSIELL STABILITET	10
II.1 Förstillkvarnfördelar	10
II.2 Stöd från garantier	11
II.3 Aktuella ekonomiska förhållanden	12
III. STRUKTUREN PÅ DEN EUROPEISKA PENNINGMARKNADSFONDBRANSCHEN	12
III.1 Omfattningen av ESRB:s engångsundersökning	12
III.2 Översikt över penningmarknadsfondernas tillgångar	14
III.3 Översikt över investerare i penningmarknadsfonder	19
III.4 Branschkoncentration	21
III.5 Avvikelser från paritet i fonder med konstant andelsvärde	22
IV. EUROPEISKA SYSTEMRISKNÄMNDENS REKOMMENDATIONER	23
IV.1 Rekommendationernas omfattning	23
IV.2 Rekommendation A – Obligatorisk övergång till variabelt andelsvärde	23
IV.2.1 Ekonomiska grunder	23
IV.2.2 Bedömning	26
IV.3 Rekommendation B – Likviditetskrav	30
IV.3.1 Ekonomiska grunder	30
IV.3.2 Bedömning	33
IV.4 Rekommendation C – Offentliggörande	34
IV.4.1 Ekonomiska grunder	34
IV.4.2 Bedömning	34
IV.5 Rekommendation D – Rapportering och informationsutbyte	35
IV.5.1 Ekonomiska grunder	35
IV.5.2 Bedömning	35
IV.6 Uppföljning	36
IV.6.1 Tidsplan	36
IV.6.2 Uppfyllandekriterier	36
IV.6.3 Information om uppföljning	37
LITTERATUR	39

LISTA ÖVER FÖRKORTNINGAR

- ABS:** värdepapper med bakomliggande tillgångar, även ABS-värdepapper (Asset Backed Securities)
- AIF:** alternativa investeringsfonder
- AIFM:** AIF-förvaltare
- AuM:** förvaltade tillgångar
- Bn:** (billion) miljard
- Bps:** punkter
- BSI:** post i balansräkningen
- CESR:** Europeiska värdepapperstillsynskommittén (Committee of European Securities Regulators)
- CIU:** företag för kollektiva investeringar (collective investment undertakings)
- CNAV:** konstant andelsvärde
- CRA:** kreditvärderingsinstitut
- EA:** euroområdet
- ECB:** Europeiska centralbanken
- ESA:** Europeiska tillsynsmyndigheten (European Supervisory Authority)
- ECBS:** Europeiska centralbankssystemet
- Esma:** Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten
- ESRB:** Europeiska systemrisknämnden (European Systemic Risk Board)
- EU:** Europeiska unionen
- EUR:** euro
- FSB:** Rådet för finansiell stabilitet
- FSOC:** Financial Stability Oversight Council
- GBP:** brittiska pund
- HH:** hushåll
- ICI:** Investment Company Institute
- ICPF:** Försäkringsföretag och pensionsinstitut (Insurance corporations and pension funds)
- IMMFA:** Institutional Money Market Funds Association
- Iosco:** Internationella organisationen för värdepapperstillsyn
- MFI:** monetärt finansinstitut
- MMF:** penningmarknadsfond (Money market fund)
- Mn:** miljoner
- i.u.:** ingen uppgift
- NAV:** andelsvärde (net asset value)
- NFC:** icke-finansiella företag
- OFI:** andra finansiella institut
- RoW:** utlandet (resten av världen)
- SEC:** amerikanska finansinspektionen (Securities and Exchange Commission)
- ST-MMF:** kort MMF/kortfristig penningmarknadsfond
- UCITS:** företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) (undertakings for collective investment in transferable securities)
- USD:** US-dollar
- VNAV:** variabelt andelsvärde, V
- WAL:** viktad genomsnittlig livslängd
- WAM:** viktad genomsnittlig löptid

SAMMANFATTNING

Syftet med den här bilagan är att ge bakgrundsinformation för ESRB:s rekommendationer. Syftet med rekommendationerna är i sin tur att stödja och bedöma genomförandet i Europa av Rådet för finansiell stabilitets (FSB) skuggbanksreformer avseende penningmarknadsfonder. Penningmarknadsfonder är en nyckelkomponent i skuggbankssektorn. Liksom banker genomför de likviditets- och/eller löptidstransformering och kan ur investerarens synvinkel utgöra ett säkert alternativ till bankinlåning, särskilt när det gäller fonder med konstant andelsvärde, vars syfte är att upprätthålla ett oförändrat nominellt värde. Penningmarknadsfonder är föremål för värdepappersreglering men är inte för krav på bankreglering och kan, i vissa fall, vara särskilt utsatta för destabiliserande uttagsanstormningar. Penningmarknadsfonder kan alltså utgöra en viktig källa till systemrisk. En annan risk som förknippas med penningmarknadsfonder är att de förlitar sig på implicit och diskretionärt stöd från garantier. Sannolikheten för stöd kan vara större för fonder med konstant andelsvärde.

Olika internationella och europeiska regleringsinitiativ (som t.ex. Ioscós rekommendationer från oktober 2012 och CESR/Esma's riktlinjer från maj 2010) har redan inletts för att bemöta de problem som omgärdar penningmarknadsfonder. Dessutom förväntas Rådet för finansiell stabilitet utfärda sina slutgiltiga rekommendationer om skuggbankers i september 2013. I USA kan regelverket för penningmarknadsfonder komma att utvecklas ytterligare efter FSOC:s föreslagna rekommendationer för offentligt samråd i november 2012. I Europa förväntas Europeiska kommissionen lägga fram sitt lagförslag för reformer av ramverket för fondföretag (UCITS) och penningmarknadsfonder under första kvartalet 2013. ESRB:s rekommendationer och medföljande bilaga har som syfte att bidra med information till kommissionen i dess arbete på detta viktiga område.

Beskrivning av den europeiska penningmarknadsbranschen

För att bedöma vilka effekter ESRB:s rekommendationer skulle kunna få gjordes en ingående beskrivning av europeiska penningmarknadsbranschen, bl.a. baserat på en engångsundersökning. I Europa förvaltar penningmarknadsfonder ungefär 1 biljon EUR i tillgångar. Tre länder (Frankrike, Irland och Luxemburg) står tillsammans för 95 procent av de totala tillgångarna i penningmarknadsfonder. Investerare i franska penningmarknadsfonder är till största delen inhemska medan investerare i irländska och luxemburgska fonder till mycket stor del är icke hemmahörande i dessa länder. De flesta penningmarknadsfonder i Europa har tillstånd att bedriva verksamhet enligt ramverket för fondföretag. De fem största grupperna som förvaltar penningmarknadsfonder i Europa har en marknadsandel om 40 procent och fyra av dessa fem har anknytning till banker.

Penningmarknadsfonder spelar en viktig roll på penningmarknaden och beräknas inneha ca 25 procent av alla kortfristiga värdepapper som emitterats i euroområdet. Runt 75 procent av deras exponering är till monetära finansinstitut, vilka i Irlands fall huvudsakligen är institut utanför EU. Irländska och luxemburgska fonder har den största delen av sina tillgångar i utländsk valuta, huvudsakligen USD och GBP.

På aggregerad basis riktar sig verksamheten i europeiska penningmarknadsfonder huvudsakligen mot institutionella investerare även om de i vissa enskilda länder är en typisk konsumentprodukt. Monetära finansinstitut är i sig själva viktiga investerare i penningmarknadsfonder och står för mer än 30 procent av den totala investerarbasen med preferens för konstant andelsvärde. Det finns en viktig investerarbas utanför EU för europeiska penningmarknadsfonder, särskilt för irländska fonder med konstant andelsvärde. Sammanlänknings mellan penningmarknadsfonder och resten av det finansiella systemet förstärks ytterligare genom förhållandet till garantier, ofta banker.

Lite mer än 40 procent av branschens förvaltade tillgångar är investerade i fonder med konstant andelsvärde. Av de europeiska fonderna med konstant andelsvärde är två tredjedelar registrerade i Irland och en tredjedel i Luxemburg. Som regel förvaltar sådana fonder större belopp, de har en mer konservativ riskprofil, kortare löptider, högre likviditetsnivåer och en större utomeuropeisk investerarbas än fonder med variabelt andelsvärde. Här kan påpekas att riktlinjerna från CESR/Esma från 2010 medförde standarder på penningmarknadsfonder vad gäller godtagbara tillgångar, kvalitet och löptider. Enligt ESRB:s datainsamling visade ungefär 27 procent av fonderna med konstant andelsvärde upp avvikelser mellan nominellt värde och marknadsvärde på sina tillgångar på mer än 10 punkter under den senaste femårsperioden, och i inget fall därefter rapporterades stöd från garantier.

ESRB:s rekommendationer

ESRB:s rekommendationer liknar Ioscós rekommendationer som publicerades i oktober 2012. När det gäller att bemöta systemriskerna är det främsta målet med Ioscós arbete att minska risken för att penningmarknadsfonder drabbas av uttagsanstormningar. Baserat på bl.a. resultaten av en särskild datainsamling, kompletteras ESRB-rekommendationerna av en kvantitativ och kvalitativ analys, som ska visa om en affärsmodelländring efter reformerna skulle innebära att penningmarknadsfonderna skulle påverkas kraftigt, särskilt i ett läge där de redan påverkas negativt av låga räntor. I rekommendationerna tas följande fyra områden upp.

Obligatorisk flytt till variabelt andelsvärde: det bör krävas att penningmarknadsfonder har ett fluktuerande andelsvärde. På det viset skulle deras särdrag stärkas och deras banksättningsliknande karaktärsdrag minska. Detta krav kommer att minska incitamenten till uttagsanstormningar, öka pristransparensen och minska sammanlänkningen i det finansiella systemet. Penningmarknadsfonder uppmanas även ha en värdering till verkligt värde och att användningen av en redovisning baserat på upplupna anskaffningskostnader bör begränsas till ett antal i förväg definierade omständigheter.

Likviditetskrav: de befintliga likviditetskraven bör utökas genom att tydliga minimibelopp införs för daglig och veckovisa likviditetstillgångar som penningmarknadsfonderna måste hålla. Fondförvaltares ansvar att övervaka likviditetsrisker bör skärpas. Dessutom måste det finnas effektiva metoder för att hantera likviditetsrestriktioner i tider av påfrestningar till följd av både fondspecifik och marknadsomfattande utveckling. En sådan metod kan t.ex. vara att tillfälligt ställa in inlösen av fondandelar.

Offentliggörande av information: det marknadsföringsmaterial som penningmarknadsfonder använder ska göra investerarna uppmärksamma på avsaknaden av kapitalgarantier och risken att förlora sitt kapital. Allt marknadsföringsmaterial som ger intryck av att det finns stöd från garantier eller en möjlighet till sådant stöd bör förbjudas såvida detta stöd inte är ett fast åtagande, i vilket fall det måste redovisas i garantens redovisning och i tillsynskraven. Vidare bör materialet innehålla en beskrivning av värderingspraxis, särskilt vad gäller användning av upplupet anskaffningsvärde och möjligheten att tillfälligt avbryta inbetalningar och inlösen, också i stressituationer.

Rapportering och informationsutbyte: alla fall av stöd från garantier bör rapporteras till de behöriga nationella tillsynsmyndigheterna, vilka i sin tur bör meddela andra berörda nationella och europeiska myndigheter. Penningmarknadsfondernas reguljära rapportering bör ytterligare förbättras och harmoniseras. De behöriga nationella tillsynsmyndigheterna ska i förekommande fall rapportera denna information till andra berörda myndigheter (såväl inom det egna landet som till utländska och europeiska myndigheter).

INLEDNING

Syftet med ESRB:s rekommendationer och analysen är att ur ett finansstabilitetsperspektiv utvärdera de potentiella effekterna för den europeiska penningmarknadsbranschen av Ioscos rekommendationer om penningmarknadsfonder (oktober 2012). För att hjälpa beslutsfattare i EU och bidra med rekommendationer fokuserar den här bilagan på de genomförandefrågor som är mest relevanta för finansiell stabilitet.

Både de kvantitativa och kvalitativa analyserna i den här bilagan bygger på olika informationskällor, däribland forskning, ESRB:s tidigare arbeten om penningmarknadsfonder, ECB:s statistikuppgifter och en särskild engångsundersökning som utförts på uppdrag av ESRB med syfte att samla ingående information utöver sådan som finns tillgänglig i officiella källor. ESRB har även anordnat ett rundabordsamtal med marknadsaktörer för att ta del av på branschens synpunkter.

Avsnitt I i bilagan granskas de senaste internationella och europeiska regleringsinitiativen som rör penningmarknadsfonder, och ger på så vis en bredare policybakgrund för ESRB:s rekommendationer. **Avsnitt II** ger en kort översikt över de källor till systemrisk som härrör från penningmarknadsfonder och som rekommendationerna syftar till att bemöta. För att på ett analytiskt vis bidra till rekommendationerna visas i **avsnitt III** hur marknadsstrukturen för den europeiska penningmarknadsbranschen ser ut. Fokus läggs huvudsakligen på de marknadselement som är särskilt relevanta ur systemriskhänseende. I **avsnitt IV** diskuteras de olika ESRB-rekommendationerna var för sig, och för varje rekommendation ges de ekonomiska resonemangen och en utvärdering samt även uppfyllandekriterierna.

I. DE SENASTE REGLERINGSINITIATIVEN

I.1 Internationella initiativ

Efter en utvärdering av orsakerna till den senaste finanskrisen har flera nationella myndigheter och internationella organisationer uttryckt att det finns ett behov av strukturreformer för penningmarknadsfonder. Vid toppmötet i Seoul i november 2010 begärde G20-ledarna att **Rådet för finansiell stabilitet** skulle utarbeta rekommendationer för att stärka tillsynen och regleringen av skuggbankssystemet. Den 27 oktober 2011 publicerade FSB en serie inledande rekommendationer som antogs av G20 vid toppmötet i Cannes. Rådet för finansiell stabilitet rekommenderar framför allt en ytterligare skärpning av regelverket för penningmarknadsfonder. Rådet för finansiell stabilitet identifierade penningmarknadsfonder med konstant andelsvärde, som eftersträvar att upprätthålla ett oförändrat nominellt värde, som en central källa till systemrisk. Denna risk måste bemötas genom att uppmuntra eller kräva en övergång till fonder med variabelt andelsvärde, genom att lägga kapital- och likviditetskrav på penningmarknadsfonder med konstant andelsvärde eller genom andra metoder. Rådet för finansiell stabilitet gav även Iosco i uppdrag att göra en granskning av potentiella reformer av regler vilka skulle mildra risken för att penningmarknadsfonder drabbas av uttagsanstormningar eller andra systemrisker samt även att utarbeta policyrekommendationer.

Efter denna begäran utfärdade **Iosco** den 9 oktober 2012 policyrekommendationer för att reformera penningmarknadsfonder. Avseende dessa rekommendationer konstaterade Iosco i ett pressmeddelande att även om en majoritet av ledamöterna i SEC (Securities and Exchange Commission) inte stödde publiceringen av Ioscoss rekommendationer fanns inga andra invändningar och Ioscoss direktion godkände rapporten.

Den 18 november 2012 publicerade Rådet för finansiell stabilitet ett antal konsultationsdokument varav ett dokument innehöll en översikt över de policyrekommendationer som berör skuggbankssystemet. I denna rapport ställde sig Rådet för finansiell stabilitet bakom Ioscoss rekommendationer som man ansåg utgöra ett effektivt ramverk för att stärka penningmarknadsfonders förmåga att stå emot risker. Rådet för finansiell stabilitet godkände också rekommendationen att penningmarknadsfonder med konstant andelsvärde i gørligaste mån bör omvandlas till flytande (eller variabelt) andelsvärde. Rådet för finansiell stabilitet har vidare indikerat att det skydd som krävs för att stärka förmågan hos penningmarknadsfonder med stabila andelsvärde att stå emot uttagsanstormningar, i de fall en omvandling inte skulle vara möjlig, bör få en funktionell motsvarighet liknande de för banker för att skydda mot uttagsanstormning. Ett sådant skydd kunde ta formen av kapital, likviditet och andra tillsynskrav.

Rådet för finansiell stabilitet meddelade att det förbereder slutrekommendationer om skuggbankssektorn, inklusive ingående rekommendationer från var och en av sina fem arbetsområden (varav penningmarknadsfonder är ett), som ska vara färdiga i september 2013. Även om arbetet med penningmarknadsfonder i stort sett avslutats kan vissa av de andra, särskilt avseende bankers interaktion med skuggbankssystemet samt värdepappersutlåning och repor, få följder för reformer av penningmarknadsfonder.

I **USA** antogs vissa reformer av penningmarknadsfonder 2010. SEC konstaterade då att dessa reformer utgjorde ett första steg. I oktober 2010 gav ordförandens arbetsgrupp ut en rapport som anger en rad ytterligare policyoptioner eftersom enbart reformerna från 2010 inte kunde förväntas hindra uttagsanstormningar. Føljaktligen var SEC involverad i arbetet med att utveckla ytterligare strukturreformer. Den 22 augusti 2012 meddelade dock SEC:s ordförande Mary Schapiro att majoriteten av ledamöterna i SEC inte skulle stöja SEC:s förslag att reformera strukturen för penningmarknadsfonder.

Detta ledde till att den amerikanska finansministern Timothy Geithner den 27 september 2012 begärde att Financial Stability Oversight Council (FSOC) skulle vidta åtgärder eftersom SEC inte gjorde det. Den 13 november 2012 presenterade FSOC sina förslag till rekommendationer för reformer av penningmarknadsfonder för offentligt samråd. I dessa rekommendationer beskrivs tre alternativ som inte nödvändigtvis utesluter varandra: i) flytande (eller variabelt) andelsvärde, ii) stabilt andelsvärde med buffert (NAV-buffert) samt "minimibelopp för risk", och iii) stabilt andelsvärde med buffert samt andra åtgärder. Vid tidpunkten för rapportens offentliggörande var resultatet av det offentliga samrådet inte känt. Det är inte heller klart om SEC kommer att agera i enlighet med FSOC:s rekommendationer, särskilt mot bakgrund av de svårigheter som SEC har haft i samband med sina inledande försök, vilket beskrivs ovan.

1.2 Europeiska initiativ

I maj 2010 publicerade **CESR** (Europeiska värdepapperstillsynskommittén), föregångare till Esma (Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten) riktlinjer för att skapa en harmoniserad definition av begreppet penningmarknadsfond (Money market fund eller MMF) i Europa och för att etablera nya gemensamma standarder i syfte att ta itu med de misslyckanden som konstaterades under finanskrisen. Genom riktlinjerna upprättades en klassificering som skapar två typer av penningmarknadsfonder: "korta penningmarknadsfonder" (ST-MMFs) och "penningmarknadsfonder". Vidare infördes strikta standarder avseende portfölj kvalitet och löptider, riskhantering samt rapportering. Riktlinjerna från CESR/Esma trädde i kraft i juli 2011, med en övergångsperiod på sex månader för befintliga fonder. Riktlinjerna gäller för både fonder i fondföretag och i icke fondföretag.

Riktlinjerna behandlar redan större delen av Ioscoss rekommendationer. I riktlinjerna finns t.ex. en uttrycklig definition av penningmarknadsfonder, enligt med Ioscoss rekommendationer 1–3, och strikta regler om vilka typer av instrument som penningmarknadsfonder får investera i (inklusive ett förbud mot exponering mot aktier), begränsningar i instrumentens löptider samt begränsningar av portföljens genomsnittliga viktade löptid (WAM, average weighted term to maturity) och viktade genomsnittlig livslängd (WAL, weighted average life). Under perioden efter att riktlinjerna trädde i kraft, dvs. under slutet av 2011, bytte ett stort antal fonder som från början marknadsfördes som penningmarknadsfonder namn och flyttades till andra fondkategorier.

Vad avser Ioscoss rekommendationer om likviditetshandling (rekommendationerna 6 till 8) är den befintliga europeiska rättsliga ramen redan stark. Regelbundna likviditetsstresstester måste genomföras enligt direktiv 2010/43/EU för företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (UCITS) och direktiv 2011/61/EU om förvaltare av alternativa investeringsfonder (AIF).

Det bör slutligen noteras att UCITS-ramverket redan behandlar frågor kring riskdiversifiering, riskbegränsning och acceptabla tillgångar.

I riktlinjerna från CESR/Esma behandlas emellertid inte alla Iosco-rekommendationer, och inte heller alla de problem som Iosco har identifierat för penningmarknadsfonder. Värt att notera är att kortfristiga penningmarknadsfonder fortfarande får använda konstant andelsvärde. Penningmarknadsfonder får också använda upplupet anskaffningsvärde för värdering av instrument med en fast gräns för återstående löptid på 397 dagar. Även detta kan skapa risker och minska pristransparensen. Eftersom stöd från garantier för närvarande inte är reglerat eller föremål för rapporteringskrav har lagstiftarna dessutom ingen information om sådant stöd.

Fondbranschen har tagit fram riktlinjer som komplement till den europeiska lagstiftningen som uttrycks i IMMFA:s (Institutional Money Market Funds Association) uppförandekod. Enligt koden ska penningmarknadsfonder med konstant andelsvärde minst en gång i veckan kontrollera skillnaden mellan sina offentliga priser och marknadsvärderingarna (det så kallade skuggpriset). Eskaleringsförfaranden, främst i form av intern rapportering, ska finnas för avvikelser som är större än 10 punkter, 20 punkter och 30 punkter. I de fall där marknadsvärdet är 50 punkter lägre än det nominella värdet anses fonden ha drabbats av en "permanent värdeförlust". Alla sådana fall av där fonden inte kan hålla sitt andelsvärde ("breaking the buck") måste rapporteras till IMMFA.

Slutligen beaktar **Europeiska kommissionen** behovet av ytterligare reformer av regleringen av penningmarknadsfonder. I sin grönbok om skuggbanker (2012) belyser kommissionen penningmarknadsfondernas roll i skuggbanksystemet. Kommissionen har också gett ut ett samrådsdokument om ett framtida ramverk för investeringsfonder (2012). I ett avsnitt i dokumentet diskuteras frågan om penningmarknadsfonder med konstant andelsvärde jämfört med penningmarknadsfonder med variabelt andelsvärde, deras värdering, penningmarknadsfondernas betydelse för systemrisk och användningen av kreditvärderingar. Ett förslag till lagstiftning om penningmarknadsfonder väntas från kommissionen under första kvartalet 2013. I oktober 2012 godkände **Europaparlamentet** ett förslag om skuggbanker, som stödde Ioscos rekommendationer och krävde att fonder med konstant andelsvärde ska ha ett banktillstånd för begränsade ändamål.

Som visas nedan finns det en betydande internationell komponent i den europeiska penningmarknadsfondbranschen. En utmaning i samband med de olika pågående internationella och Europeiska lagstiftningsinitiativen är därför att hantera den potentiella risk som kan uppstå i och med skillnader dem emellan vad avser hur systemrisk från penningmarknadsfonder ska lösas.

II. PENNINGMARKNADSFONDER OCH FINANSIELL STABILITET

Penningmarknadsfonder är en nyckelkomponent i skuggbankssektorn (Rådet för finansiell stabilitet 2011). De är investeringsprodukter som regleras av värdepapperslagstiftningen, men liknar banker i så måtto att de genomför löptids- och likviditetstransformering och att investerare kan uppfatta dem, i synnerhet när det gäller fonder med konstant andelsvärde, som ett säkert alternativ till bankinlåning. Penningmarknadsfonder kan emellertid även inneha mindre likvida tillgångar som förfaller långt senare än investerarnas inlösen och som även medför investeringsrisker. Till skillnad från banker saknar penningmarknadsfonder tillgång till det offentliga skyddsnetet. Som regel har de inte ett uttryckligt stöd från garantier, men det finns flera fall där garantier aktivt har gett stöd till fonder med problem i efterhand.

Omfattande ekonomisk forskning, särskilt om den amerikanska marknaden, har visat att penningmarknadsfonders agerande och karaktär gör dem sårbara för destabiliserande uttagsanstormningar som snabbt kan spridas mellan fonderna. Detta kan ytterligare försämra likviditeten och tillgången till korta krediter, inte minst för banker, för vilka penningmarknadsfonder utgör en viktig finansieringskälla⁽¹⁾. Risken för uttagsanstormningar beror främst på förststillkvarnfördelar och osäkerheten kring garantens underförstådda och godtyckliga stöd.

II.1 Förstillkvarnfördelar

Förstillkvarnfördelar gäller alla investeringsfonder, men anses av många i första hand vara relevant för **penningmarknadsfonder med konstant andelsvärde** eftersom de erbjuder omedelbar inlösen till ett avrundat konstant belopp (t.ex. 1 euro eller 1 dollar per andel)⁽²⁾. Det finns alltså en risk att priset på andelen inte speglar det verkliga värdet på fondens underliggande portfölj i tider av marknadsstress eller oro kring kvaliteten på de underliggande tillgångarna. Fördelen ligger

⁽¹⁾ Se även FSOC (2012) s. 17–28, som innehåller en systemriskanalys och en översikt över forskningsläget, t.ex. Baba m.fl. (2009) Duygan-Bump m.fl. Gordon och Gandia (2012); Gorton och Metrick (2010), s. 261–297; Kacperczyk och Schnabl (2012); McCabe (2010); McCabe m.fl. (2012); Rosengren (2012); Scharfstein (2012); Squam Lake Group (2011).

⁽²⁾ Se ESRB:s Occasional Paper (2012), FSB (2011), FSOC (2012), Iosco (2012), Baba m.fl. (2009), Gorton och Metrick (2010), McCabe (2010).

i att tidiga begäranden om uttag betalas till nominellt värde, även när det faktiska värdet på tillgångarna är lägre. Detta innebär att förluster överförs till de kvarvarande fondandelsägarna, eftersom investerare som löser in senare får ta oproportionellt stora förluster. Förststillkvarnfördelar kan bidra till destabiliserande uttagsanstormning. Osäkerhet om kvaliteten på tillgångarna i portföljen kan orsaka en uttagsanstormning även om marknadsvärdet inte skiljer sig från det nominella värdet. Risken för uttagsanstormningar har särskild betydelse för institutionella investerare eftersom de är mycket riskaverta och tenderar att reagera snabbare och mer massivt än privata investerare. Konstanta andelsvärde kan även mer generellt öka risken för instabilitet genom att det får vissa investerare att förvänta sig inlösen till nominellt värde eftersom de tror att andelar i en penningmarknadsfond är en riskfri motsvarighet till likvida medel. Det kan därför öka risken för en rusning när en fond inte lever upp till förväntningarna, dvs. när den tvingas överge det förväntade andelsvärdet ("breaks the buck").

Förststillkvarnfördelar har störst betydelse för fonder med konstant andelsvärde, men erfarenheterna från finanskrisen visar att investerare i **penningmarknadsfonder med variabelt andelsvärde** också kan ha ett incitament till tidiga avyttringar⁽¹⁾. Penningmarknadsfonder har inte 100 procent daglig likviditet, och det kan därför uppstå situationer där uttagsbegäranden inte kan uppfyllas. Investerare kan alltså även här ha ett incitament att snabbt göra uttag (samma som för alla investeringsfonder) eftersom senare uttag kan tvinga fonden att sälja mindre likvida tillgångar och potentiellt drabbas av förluster. Anstormningsincitamentet kan förstärkas av osäkerheter i redovisningen, vilka kan förekomma även hos fonder med variabelt andelsvärde.

II.2 Stöd från garantier

Flera studier visar att stöd har lämnats av tredje part så länge penningmarknadsfonder har existerat⁽²⁾. För perioden 1980–2009 identifierade Moody's över 200 penningmarknadsfonder med konstant andelsvärde i USA och Europa som erhöll stöd från garantier. Stödet var som störst mellan 2007 och 2009 när över 60 fonder (36 amerikanska och 26 europeiska) behövde stöd, framför allt på grund av kreditförsäkring/betalningsinställelser och likviditetsproblem. Enligt Moody's spenderade minst 20 företag som förvaltade s.k. prime funds i USA och Europa omkring 12 miljarder USD för att bibehålla värdet på sina fonder med konstant andelsvärde. Minst två fondförvaltningsföretag förlitade sig dessutom på sina moderbolags balansräkningar och tillgång till Federal Reserves diskontofönster för att klara begäranden om inlösen, medan två företag konsoliderade penningmarknadsfondernas tillgångar på sina balansräkningar (se också ESRB:s Occasional Paper 2012).

Amerikanska Reserve Primary Funds konkurs visar på problemet med att förlita sig på underförstått och godtyckligt stöd från garantier. Fonden "broke the buck", dvs. den kunde inte hålla sitt andelsvärde på 1 dollar, efter Lehman Brothers kollaps (exponeringen mot Lehman utgjorde 1,2 procent av andelsvärdet). Förlusten utlöste omedelbart en uttagsanstormning mot fonden som i sin tur utlöste en större anstormning mot amerikanska penningmarknadsfonder, med mycket stora uttag under bara några få dagar. Garanten för Reserve Primary Fund kunde inte stödja fonden, vilket kan ha skapat osäkerhet kring garanters stöd generellt och förstärkt uttagsanstormning mot penningmarknadsfonderna. Händelserna skapade störningar på certifikatmarknaden och tvingade de amerikanska myndigheterna att ingripa genom att bl.a. skapa två likviditetsfaciliteter och utöka insättningsgarantin.

Detta visar betydelsen av historiskt stöd från garantier men också en potentiell svaghet i systemet. Osäkerhet kring möjligheterna till stöd under krisen kan därmed ha bidragit till uttagsanstormningar. McCabe (2011) och Gordon och Gandia (2012) visar att garantens kapacitet har stor betydelse för investerarnas beteende. Gordon och Gandia (2012) visar att fonder med konstant andelsvärde som förvaltas eller garanteras av svaga företag drabbades av betydligt högre utflöden och var utsatta för större risk för uttagsanstormningar. Analytiker och kreditvärderingsinstitut kan ta hänsyn till balansräkningarna och den ekonomiska styrkan även hos de institutioner som erbjuder penningmarknadsfonder. Att stödet från garantier är underförstått och beror på garantens kapacitet kan alltså skapa osäkerhet bland marknadsaktörerna, vilket kan

⁽¹⁾ Se Scott (2012) som citerar siffror från ICI som visar att franska fonder med variabla NAV-kurser förlorade omkring 40 % av sina tillgångar under en tremånadersperiod från juli 2007 till september 2007. Dessa fonder var dock inte penningmarknadsfonder under fransk lagstiftning, utan marknadsfördes som "utökade penningmarknadsfonder" (s.k. Enhanced MMFs).

⁽²⁾ Se Brady (2012) och Moody's (2010). I Ioscos samrådsrapport (april 2012) finns detaljerad information om vad SEC funnit angående stöd från garantier: amerikanska SEC:s personal beräknade att under perioden från augusti 2007 till den 31 december 2008 mottog nästan 20 procent av alla penningmarknadsfonder stöd från förvaltare eller moderbolag.

göra penningmarknadsfonder mer utsatta för uttagsanstormningar. Ett system som är avhängigt av underförstådda och godtyckliga garantier från tredje part kan generellt betraktas som instabilt, eftersom garanten inte internaliserar kostnaden för det underförstådda arrangemanget (McCabe 2011).

II.3 Aktuella ekonomiska förhållanden

Det nuvarande läget med låg ränta väcker frågor om penningmarknadsfondernas förmåga att upprätthålla sina konstanta andelsvärden. Efter ECB:s räntesänkning i juli 2012 sjönk avkastningen snabbt på de kortfristiga skuldinstrument som europeiska penningmarknadsfonder investerar kraftigt i, och avkastningen blev till och med negativ. Eftersom strukturen med konstant andelsvärde inte kan hantera förluster, tvingades förvaltare av fonder med konstant andelsvärde att inte längre tillåta andelsköp. Några fonder beslutade att låta andelsvärdena flyta, åtminstone indirekt. I vissa fall minskades antalet andelar som ägdes av investerarna, i proportion till investerarnas faktiska förluster, istället för att andelsvärdet sänktes. Ett exempel är JPMorgan Chase, som i oktober 2012 meddelade att de använde sig av denna metod för att bemöta investerarnas förluster i två stora europeiska penningmarknadsfonder (Euro Liquid Fund med 4 miljarder euro i förvaltad kapital och Government Liquidity Fund med 13 miljarder euro). En ny "flexibel" andelsklass lades till i dessa fonder. Tack vare den kan investerarnas innehav stabilt hållas på 1 euro per andel, men andelar dras från det totala kontot för att täcka driftskostnader och negativ avkastning.

III. STRUKTUREN PÅ DEN EUROPEISKA PENNINGMARKNADSFONDBRANSCHEN

För att bedöma penningmarknadsfondernas påverkan på den finansiella stabiliteten (detta diskuteras på mer konceptuell nivå i det föregående avsnittet) och den effekt som den i avsnitt IV presenterade rekommendationen från ESRB kan ha, presenteras här en ingående beskrivning av den europeiska penningmarknadsbranschen baserad på en kvantitativ analys.

Enligt ECB:s statistik uppgick det förvaltrade kapitalet hos europeiska penningmarknadsfonder till ungefär 1 biljon euro i juni 2012, en lägre siffra än toppnoteringen från 2008 på 1,4 biljoner euro och nära 2011 års nivå. Antalet fonder sjönk också från över 1 300 fonder 2011 till 1 171 fonder i juni 2012. En del av nedgången skedde i form av en konsolidering av sektorn efter införandet av riktlinjerna från CESR/Esma, som nämndes i avsnitt I.2.

Ca 95 procent av den europeiska penningmarknadsfondbranschen är koncentrerad till tre länder: Frankrike (39 procent marknadsandel av förvaltad kapital), Luxemburg (31 procent) och Irland (25 procent). Sett till fondbranschen totalt inom euroområdet utgjorde penningmarknadsfonder omkring 15 procent av det totala förvaltrade kapitalet i juni 2012. Den högsta andelen finns i Frankrike med omkring 38 procent. I Irland utgör penningmarknadsfondernas tillgångar ungefär 32 procent och i Luxemburg 11 procent av den totala marknaden för investeringsfonder. Det förvaltrade kapitalet hos penningmarknadsfonder i EU utgör dock bara 2,5 procent av de totala tillgångarna hos euroområdets MFI-sektor (exklusive centralbanker).

III.1 Omfattningen av ESRB:s engångsundersökning

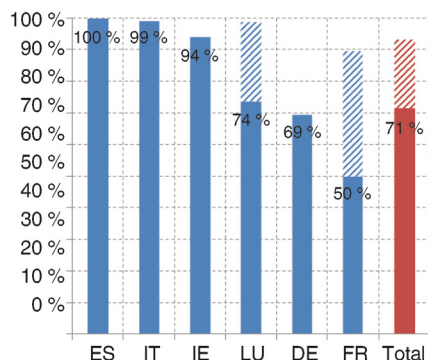
I syfte att samla in mer detaljerad information än den som är tillgänglig via ECB:s statistik genomförde ESRB en engångsundersökning om penningmarknadsfonder där även uppgifter om enskilda fonder användes. Uppgifter inhämtades på bästa möjliga sätt ("best effort") från sex länder (Frankrike, Tyskland, Irland, Italien, Luxemburg och Spanien) och avser situationen i slutet av juni 2012. Uppgifterna ger information om balansräkningsfördelningen efter typ av fond, dvs. konstant andelsvärde, kortfristig fond med variabelt andelsvärde och andra fonder med variabelt andelsvärde. Denna fördelning är inte tillgänglig i ECB:s statistik. Undersökningen innehåller också information om skuggpriset hos fonder med konstant andelsvärde för perioden juni 2007 till juni 2012.

ESRB:s undersökning omfattar 71 procent av branschens förvaltrade kapital i de sex rapporterade länderna, enligt ECB:s statistik⁽¹⁾. Mer – aggregerad – information inhämtades för ytterligare 22 procent av branschen i dessa länder, men dessa ytterligare uppgifter beskriver enbart fördelningen enligt typ av fond, fondförvaltare och fondstorlek sett till förvaltad kapital (se **figur 1**). Totalt täcker undersökningsuppgifterna 93 procent av penningmarknadsfondbranschen i de sex länderna (eller 89 procent av penningmarknadsfondbranschen i EU).

⁽¹⁾ Täckningen är något lägre för skulder beroende på att det saknas uppgifter på investerbasen för penningmarknadsfonder i Tyskland.

Figur 1

ESRB:s undersökning: täckning per land (procent)

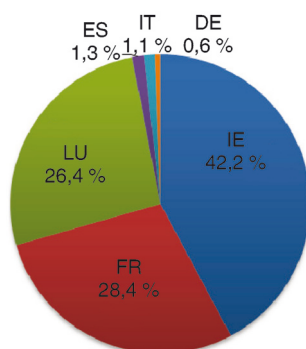


Källa: ESRB:s undersökning och ECB.

Anm. Den önskade täckningen avseende det totala förvaltade kapitalet för penningmarknadsfonder i varje land var ca 75 procent. De streckade områdena avser den delvisa rapporteringen (dvs. enbart typ av fond). Täckningen är högre om man tar hänsyn till viss dubbelräkning (täckningen uppgår t.ex. till 60 procent i Frankrike om fond-i-fonder och master-feederfonder exkluderas).

Figur 2

Exempel på sammansättning (förvaltad kapital, procent)



Källa: ESRB:s undersökning.

Anm. Endast andel av fullständig rapportering.

Undersökningen visar att fonder med konstant andelsvärde innehar ungefär 43 procent (eller 433 miljarder euro) av de europeiska penningmarknadsfondernas totala förvaltade kapital. Av dessa fonder är ungefär två tredjedelar baserade i Irland (272 miljarder euro) och en tredjedel i Luxemburg (161 miljarder euro). Penningmarknadsfonderna i Frankrike är uppdelade i kortfristiga fonder med variabelt andelsvärde och andra fonder med variabelt andelsvärde (dvs. fonder med variabelt andelsvärde utom kortfristiga fonder med variabelt andelsvärde), 47 procent respektive 36 procent. I Tyskland, Italien och Spanien är penningmarknadsfonderna nästan enbart av typen med variabelt andelsvärde. Vad avser skillnaden mellan konstant och variabelt andelsvärde bör det noteras att dessa siffror baseras på de undersökta fondernas egna klassificeringar, eftersom det inte finns någon tydlig juridisk eller statistisk definition av konstant och variabelt andelsvärde. Vissa fonder har också andelsklasser av båda typerna.

Vad avser antalet fonder omfattar undersökningen 123 fonder med konstant andelsvärde i Luxemburg och Irland, vilket är 13 procent av antalet fonder i de sex länder som undersökningen omfattar men 45 procent av det förvaltade kapitalet (se **tabell 1**). Undersökningen omfattar även 330 fonder med variabelt andelsvärde (av vilka 124 är kortfristiga) från de sex länderna.

Tabell 1

Fördelning enligt förvaltat kapital och antal fonder efter typ och land (miljoner euro)

	Frankrike		Irland		Luxemburg		Spanien		Italien		Tyskland		Totalt urval	
	Antal fonder	AuM	Antal fonder	AuM	Antal fonder	AuM	Antal fonder	AuM	Antal fonder	AuM	Antal fonder	AuM	Antal fonder	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 %
Kort-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 %
Övriga VNAV	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 %
Icke-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 %
i.u.	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 %
Totalt	435	395,343	98	309,471	298	250,610	71	8,999	14	7,934	48	6,077	964	978,434

Källa: ESRB:s undersökning och ECB.

Anm. Kategorin "Totalt" avser ECB:s statistik över penningmarknadsfonders balansräkningsposter och registret över monetära finansinstitut. Kategorin "Övriga VNAV" avser fonder som inte omfattas av undersökningen. Kategorin "n/a" (avsaknad av uppgift) för franska fonder avser medarbetarprogram, feeder-fonder, fond-i-fonder och fonder som är begränsade till en eller ett begränsat antal investerare ("fonds dédiés"), vilka kan vara både UCITS och icke-UCITS.

III.2 Översikt över penningmarknadsfondernas tillgångar

Vad gäller **ekonomiska sektorer** visar ECB:s statistik om penningmarknadsfonder att fonderna i första hand investerar i monetära finansinstitut. ESRB:s undersökning bekräftar detta och visar på en genomsnittlig exponering på 75 procent mot monetära finansinstitut. Som regel skiljer sig exponeringen inte åt mellan olika typer av fonder (se **tabell 2** och **figur 4**). Exponeringen mot företagssektorn är relativt liten (10 procent). ECB:s statistik visar också den minskade betydelsen för skuldförbindelser från icke-finansiella företag i penningmarknadsfondernas tillgångsportfölj (se **figur 3**) under de senaste åren. Vad gäller utfärdare finns begränsningar för fonderna avseende kreditkvalitet i riktlinjerna från CESR/Esma. Europeiska penningmarknadsfonders tillgångsfördelning är därför koncentrerad till ett relativt litet antal värdepapper av hög kvalitet inom och utanför banksektorn (se FitchRatings 2012).

Tabell 2

Fördelning av investeringar efter typ av fond och sektor (som procent av totala tillgångar)

	MFIs	Icke finansiella företag	Staten	Övriga finansiella intermediärer
1 – CNAV	73,9 %	9,7 %	13,7 %	2,7 %
2 –Kort VNAV	79,7 %	11,2 %	8,4 %	0,7 %

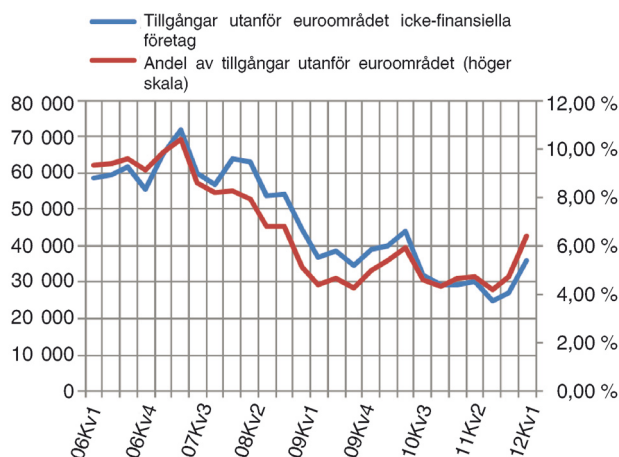
	MFIs	Icke finansiella företag	Staten	Övriga finansiella intermedier
3 – VNAV (exkl. kort VNAV)	74,7 %	7,9 %	16,0 %	1,4 %
1 – UCITS	75,4 %	9,3 %	13,2 %	2,1 %
2 – Icke-UCITS	73,7 %	12,6 %	12,5 %	1,2 %
Totalt undersökning	75,2 %	9,6 %	13,1 %	2,1 %
Totalt från ECB-data	75,5 %	6,6 %	11,1 %	6,9 %

Källa: ESRB:s undersökning och ECB.

Anm. Totalsiffrorna från ECB avser enbart motparter i euroområdet.

Figur 3

Penningmarknadsfonders exponering mot icke-finansiella företag i euroområdet (miljoner euro och procent)



Källa: ECB.

Anm. "Andel av tillgångar i euroområdet från icke finansiella företag" avser den del av tillgångar i penningmarknadsfonder som utfärdats av icke-finansiella företag i euroområdet och penningmarknadsfondernas innehav utfärdade av alla hemmahörande i euroområdet.

Fördelningen i tabell 2 visar tydligt att penningmarknadsfonder utgör en viktig finansieringskälla för banker jämfört med andra sektorer. ECB:s statistik om värdepappersemissioner visar penningmarknadsfondernas betydelse för den kortfristiga finansieringen (dvs. med löptider under ett år) av monetära finansinstitut i euroområdet. Som visas i tabell 3 innehar de i euroområdet ungefär 40 procent av de kortfristiga värdepapper som ges ut av banker.

Tabell 3

Andelen av monetära finansinstitut i euroområdets totala kortfristiga skuldinstrument som innehas av penningmarknadsfonder i euroområdet (miljoner euro och procent)

Period	Tillgångar i MMF	Emission av värdepapper	Kvot
2010Kv2	320 802	734 187	43,7 %
2010Kv3	314 738	743 246	42,3 %
2010Kv4	299 593	572 050	52,4 %
2011Kv1	289 694	617 695	46,9 %
2011Kv2	245 488	582 244	42,2 %
2011Kv3	238 795	613 012	39,0 %

Period	Tillgångar i MMF	Emission av värdepapper	Kvot
2011Kv4	228 310	702 274	32,5 %
2012Kv1	258 594	710 553	36,4 %
2012Kv2	254 974	677 840	37,6 %

Källa: ECB.

Fonder med variabelt andelsvärde baserade i Frankrike har dessutom en avsevärd exponering mot inhemska monetära finansinstitut (banker och andra penningmarknadsfonder), medan fonder med konstant andelsvärde i Irland har en avsevärd exponering mot monetära finansinstitut utanför EU (se **tabell 4** och **figur 4**). Fonder baserade i Luxemburg, å andra sidan, investerar mer i EU-baserade monetära finansinstitut utanför Luxemburg. I relativa termer investerar penningmarknadsfonder i Tyskland, Italien och Spanien mer i den inhemska offentliga sektorn.

Tabell 4

Utvalda fördelningar av penningmarknadsfonders investeringar enligt region/typ av fond och sektor (miljoner euro)

	Fonder med konstant NAV-kurs i Irland				
	MFI	NFC	Staten	OFI	Totalt
Inhemska	12 661	1 531	57	2	14 251
Övriga EU	75 205	4 644	6 997	808	87 654
RoW	127 647	18 440	19 188	6 213	171 488
Totalt	215 513	24 615	26 242	7 023	273 393

	Fonder med konstant NAV-kurs i Luxemburg				
	MFI	NFC	Staten	OFI	Totalt
Inhemska	965	0	446	0	1 411
Övriga EU	57 262	9 463	6 237	3 631	76 593
RoW	32 954	6 101	23 906	735	63 696
Totalt	91 181	15 564	30 589	4 367	141 700

	Fonder med variabel NAV-kurs i Frankrike				
	MFI	NFC	Staten	OFI	Totalt
Inhemska	109 905	12 087	4 709	555	127 256
Övriga EU	53 949	11 218	1 732	50	66 949
RoW	3 100	678	0	0	3 778
Totalt	166 954	23 983	6 441	605	197 982

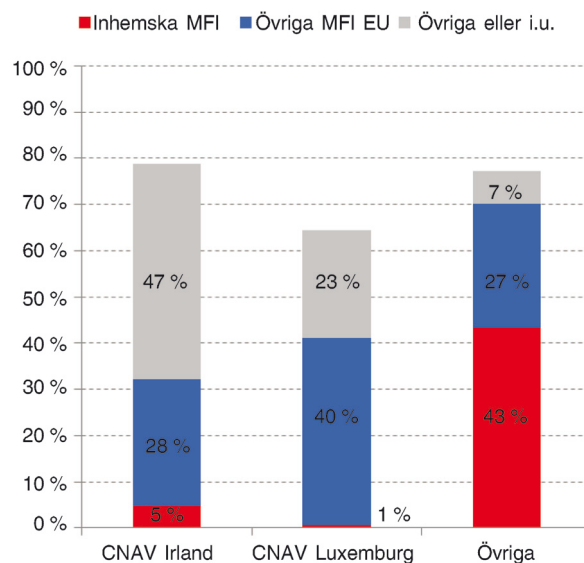
	Fonder baserade i Tyskland, Italien och Spanien				
	MFI	NFC	Staten	OFI	Totalt
Inhemska	6 390	213	10 093	101	16 797
Övriga EU	1 887	338	1 345	136	3 706
RoW	284	54	237	8	583
Totalt	8 561	604	11 675	245	21 086

Källa: ESRB:s undersökning.

Anm. Totalt omfattas ca 65 procent av det av penningmarknadsfonder förvaltade kapitalet i de sex rapporterade länderna.

Figur 4

Andelen investeringar i monetära finansinstitut efter geografiskt ursprung (procent)



Källa: ESRB:s undersökning.

Anm. "Övriga" omfattar fonder från Frankrike, Italien, Spanien och Tyskland plus fonder med variabelt andelsvärde från Irland och Luxemburg. 100 procent av ESRB:s undersökning omfattas och ca 70 procent av EU-baserade penningmarknadsfonders förvaldade kapital.

Vad gäller **typ av tillgångar** visar undersökningen att penningmarknadsinstrument (t.ex. företagscertifikat, bankcertifikat) är den viktigaste tillgångsklassen i penningmarknadsfondernas portföljer (se **tabell 5**). Omvända repor, som används av penningmarknadsfonder för att tillhandahålla likviditet i utbyte mot säkerheter, utgör bara 9 procent av det totala förvaldade kapitalet och genomförs nästan enbart med andra monetära finansinstitut. Värdepapper med bakomliggande tillgångar utgör en mycket liten del. Andelen "kontanter" (dvs. inlåning med ingen eller obestämd löptid) utgör 6,6 procent av tillgångarna i undersökningen. Den är dock högre för fonder med konstant andelsvärde baserade i Irland (11 procent) än för andra fonder (t.ex. 2 procent för fonder med konstant andelsvärde baserade i Luxemburg och 2,5 procent för kortfristiga fonder med variabelt andelsvärde baserade i Frankrike).

Tabell 5

Fördelning av investeringar enligt typ av fond och tillgångar (procent)

	Kontanter	penningmarknadsinstrument		Repor		ABS-värdepapper	Penningmarknadsinstrument	Övriga instrument/ej tilldelat
			varav till MMF		varav till MMF			
1 – CNAV	7,9 %	58,1 %	48,9 %	11,4 %	11,3 %	1,1 %	13,7 %	7,9 %
2 – Kort VNAV	4,0 %	77,5 %	67,3 %	5,8 %	5,8 %	0,1 %	8,4 %	4,5 %
3 – VNAV (exkl. kort 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 – Icke-UCITS	8,9 %	73,6 %	61,1 %	1,2 %	1,2 %	0,1 %	12,6 %	4,1 %
Totalt	6,6 %	63,7 %	54,7 %	9,0 %	9,0 %	0,7 %	13,1 %	7,0 %

Källa: ESRB:s undersökning.

Anm. Andel som procentandel av det totala förvaldade kapitalet som omfattas av undersökningen. Kategorin "kontanter" innefattar obegränsad bankinlåning. Inlåning med fast löptid ingår i kategorin "andra instrument".

Undersökningen innehåller också uppgifter om **löptiderna** för penningmarknadsfondernas tillgångar. Det verkar som att fonder med konstant andelsvärde har en mer konservativ likviditetsprofil eftersom de arbetar med kortare löptider än andra fonder. Exempelvis förfaller omkring 39 procent (133 miljarder euro) av CNAV-fonders förvaltade tillgångar inom en vecka, jämfört med 22 procent för kortfristiga VNAV-fonder (de flesta i Frankrike) och 16 procent för andra penningmarknadsfonder med VNAV (se **tabell 6**)⁽¹⁾.

Tabell 6

Fördelning av tillgångar efter typ av fond och tillgångarnas löptidsintervall (procent)

	1 dag eller kortare / över natten	> 1 dag; ≤ 1 vecka	> 1 vecka; ≤ 1 månad	> 1 månad; ≤ 3 månader	> 3 månader; ≤ 6 månader	> 6 månader; ≤ 1 år	> 1 år; ≤ 397 dagar	> 397 dagar (för MMF andra än korta-MMF)	Täckning
1 – CNAV	26,3 %	12,7 %	16,9 %	26,1 %	11,5 %	6,1 %	0,3 %	0,0 %	82 %
2 – Kort VNAV	16,9 %	4,8 %	18,3 %	41,0 %	13,0 %	5,9 %	0,0 %	0,0 %	100 %
3 – VNAV (exkl. kort 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 – Icke-UCITS	14,5 %	2,7 %	15,3 %	36,5 %	19,7 %	10,8 %	0,4 %	0,3 %	100 %
Totalt	21,1 %	8,8 %	16,5 %	30,9 %	13,8 %	8,4 %	0,5 %	0,5 %	89 %

Källa: ESRB:s undersökning.

Anm. Omfattning avser andelen av det totala förvaltade kapitalet (som det identifierats i undersökningen) och för vilken data om löptidernas fördelning är tillgänglig. Kategorin "1 dag eller mindre" omfattar även inlåning utan eller med obegränsad löptid.

ECB:s statistik ger också en översikt över fondtillgångar enligt valuta. Siffrorna i tabell 7 visar att största delen av de tillgångar som innehas av irländska penningmarknadsfonder är denominerade i GBP, medan majoriteten av de tillgångar som innehas av penningmarknadsfonder baserade i Luxemburg är denominerade i USD. Tillgångar som är denominerade i andra valutor än euro utgör en försumbar del av de totala förvaltade tillgångarna hos fonder i Frankrike, Italien och Spanien. Uppgifter pekar på att penningmarknadsfonder inte är utsatta för stora valutaobalanser.

Tabell 7

Valutfördelning av tillgångar för penningmarknadsfonder baserade i Irland, Luxemburg och Frankrike (miljoner euro och procent)

	Tillgångar / valuta	Inhemsk MFI-skuldförbindelser	MFI-skuldförbindelser övriga eurområdet	Inhemsk skuldförbindelser ej MFI	Skuldförbindelser, ej MFI, övriga eurområdet	Värdepapper utanför eurområdet	Inlåning utanför eurområdet	Övriga tillgångar	Totalt per valuta	I % per valuta	
Irland	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	
	Ingen uppgift ⁽¹⁾								13 945	13 945	4,51
	Totalt per post	464	48 816	1 536	10 608	171 911	62 191	13 945	309 471	100,00	

⁽¹⁾ Procenttalen avser andelen av det totala förvaltade kapitalet (som det identifierats i undersökningen) och för vilken data om löptidernas fördelning är tillgänglig (t.ex. 81 procent av det totala förvaltade beloppet för fonder med konstant andelsvärde och 100 procent för andra fondkategorier). Dessa procentuppgifter kan därför ändras om täckningen utsträcktes till att omfatta alla fonder.

	Tillgångar / valuta	Inhemsk MFI-skuldförbindelser	MFI-skuldförbindelser övriga euroområdet	Inhemsk skuldförbindelser ej MFI	Skuldförbindelser, ej MFI, övriga euroområdet	Värdepapper utanför euroområdet	Inlåning utanför euroområdet	Övriga tillgångar	Totalt per valuta	1 % per valuta
Luxemburg	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
	Ingen uppgift ⁽¹⁾							35 022	35 022	13,97
	Totalt per post		1 928	34 773	1 407	39 536	91 580	46 364	35 022	250 610
Frankrike	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
	Ingen uppgift ⁽¹⁾							89 757	89 757	22,70
	Totalt per post		155 765	46 278	31 833	31 208	39 638	864	89 757	395 343

Källa: ECB.

(¹) Kategorin "Ingen uppgift" avser penningmarknadsfonders innehav av i) aktier och andra ägarandelar (i allmänhet försumbara), ii) andelar i andra penningmarknadsfonder och iii) återstående tillgångar. I Frankrike är komponenten ii betydande, omkring 50 miljarder euro, sannolikt denominerad i euro.

III.3 Översikt över investerare i penningmarknadsfonder

ECB:s statistik om penningmarknadsfonder ger bara en generell bild av investerarna i penningmarknadsfonder, i synnerhet för euroområdet. Data från ESRB:s undersökning kompletterar ECB:s statistik med ytterligare information om indelningen av investerare efter sektor, framför allt för investerare som inte kommer från euroområdet. I tabell 8 sammanfattas den geografiska fördelningen av investerarna i penningmarknadsfonder efter region och typ av fond från de två tillgängliga källorna.

Sett till **geografisk fördelning** har fonder baserade i Frankrike, Italien och Spanien en tydlig inhemsk investerarbas, medan fonder baserade i Irland och Luxemburg i mycket högre grad förlitar sig på utländsk efterfrågan. Det finns emellertid vissa skillnader mellan de två datakällorna för investerarnas geografiska sammansättning, framför allt vad avser uppdelningen mellan investerare i euroområdet/EU och resten av världen vad gäller fonder baserade i Irland och Luxemburg (se **tabell 8**). Skillnaderna kan bero på olika täckningsgrad och objektiva svårigheter för fondförvaltare att klassificera investerarnas region och ursprungsbransch. Enligt undersökningsdata utgör investerare från utanför EU en ansevärd del av investerarbasen för penningmarknadsfonder (41 procent) – betydligt högre i fallet Irland (70 procent). 90 procent av investerarna i EU-baserade penningmarknadsfonder som kommer från utanför EU väljer att investera i fonder med konstant andelsvärde. Investerarbasen för tyska penningmarknadsfonder är endast tillgänglig i ECB:s statistik, och visar en övervikt av inhemsk investerare.

Tabell 8

Jämförelse av den geografiska fördelningen av investerare i europeiska penningmarknadsfonder från ECB:s statistik och ESRB:s undersökning (miljoner euro och procent)

		Inhemsk	Euroområdet (exkl. inhemsk)	EU (exkl. inhemsk)	Övriga världen ⁽¹⁾	Återstående	Totalt (miljoner EUR)	Inhemsk	Euroområdet (exkl. inhemsk)	EU (exkl. inhemsk)	Övriga världen
Frankrike	ECB-data	368 496	16 718	i.u.	2 676	7 453	395 343	93 %	4 %	i.u.	1 %
	Undersökning	193 645	i.u.	2 475	67	i.u.	196 187	99 %	i.u.	1 %	0 %
Irland	ECB-data	15 789	36 487	i.u.	252 693	4 502	309 471	5 %	12 %	i.u.	82 %
	Undersökning	17 018	i.u.	71 563	202 364	i.u.	290 945	6 %	i.u.	25 %	70 %

		Inhemskt	Euroområdet (exkl. inhemskt)	EU (exkl. inhemskt)	Övriga världen ⁽¹⁾	Återstående	Totalt (miljoner EUR)	Inhemskt	Euroområdet (exkl. inhemskt)	EU (exkl. inhemskt)	Övriga världen
Luxemburg	ECB-data	10 172	81 766	i.u.	152 159	6 513	250 610	4 %	33 %	i.u.	61 %
	Undersökning	12 493	i.u.	92 651	79 340	i.u.	184 485	7 %	i.u.	50 %	43 %
Italien	ECB-data	7 820	12	i.u.	22	80	7 934	99 %	0 %	i.u.	0 %
	Undersökning	7 820	i.u.	15	20	i.u.	7 854	100 %	i.u.	0 %	0 %
Spanien	ECB-data	8 860	72	i.u.	28	39	8 999	98 %	1 %	i.u.	0 %
	Undersökning	8 881	i.u.	100	0	i.u.	8 981	99 %	i.u.	1 %	0 %
Tyskland	ECB-data	4 120	1 547	i.u.	384	26	6 077	68 %	25 %	i.u.	6 %
	Undersökning	i.u.	i.u.	i.u.	i.u.	i.u.	i.u.	i.u.	i.u.	i.u.	i.u.
Totalt	ECB-data	435 941	137 229	i.u.	408 653	18 736	1 000 559	44 %	14 %	i.u.	41 %
	Undersökning	239 857	i.u.	166 804	281 791		688 452	35 %	i.u.	24 %	41 %

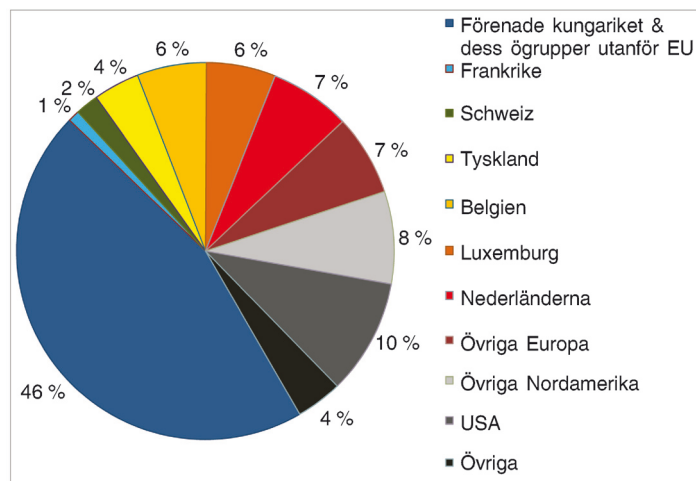
Källa: ESRB:s undersökning och ECB.

(¹) Motsvarande hemmahörande utanför EU för ESRB:s undersökning och hemmahörande utanför euroområdet för ECB:s datauppsättning.

Osäkerheten kring de uppgifter som relaterar till investerarbasen illustreras närmare av IMMFA:s data, som uppvisar en mycket mindre andel investerare baserade utanför EU för fonder med konstant andelsvärde i EU (se **figur 5**).

Figur 5

Investerare i IMMFA-penningmarknadsfonder efter land (december 2010)



Källa: IMMFA (nämns i ESRB:s Occasional Paper 2012).

En närmare titt på **branschfördelningen** inom investerarbasen för penningmarknadsfonder i EU (se **tabell 9**) visar penningmarknadsbranschens betydelse som investerare (32 procent av investerarbasen). Företagssektorn kommer på andra plats med en andel på 21 procent följt av försäkringsbolag och pensionsfonder med 13 procent och andra finansinstitut (t.ex. andra investeringsfonder, hedgefonder) med 12 procent. Penningmarknadsfonder är därför inte bara en viktig finansieringskälla för banker, utan bankerna själva är också viktiga investerare i penningmarknadsfonder.

Tabell 9

Investerarbas för valda kategorier av fonder (miljoner euro och procent)

Fondtyp	Rapporterande länder	TOTALT (miljoner EUR)	MFI	NFC	OFI	ICPF	HH	Övriga /ingen uppgift	Täckning ⁽¹⁾	Justerad täckning
1 – CNAV	Irland	272 962	37,8 %	10,7 %	22,0 %	3,2 %	0,1 %	26,3 %	100,0 %	73,7 %
	Luxemburg	141 700	48,8 %	32,5 %	1,5 %	3,1 %	13,5 %	0,6 %	88,0 %	87,5 %
2 – Kort VNAV	Frankrike	103 389	14,7 %	22,4 %	1,1 %	50,7 %	5,1 %	6,0 %	55,6 %	49,7 %
	Övriga länder	35 598	21,5 %	11,2 %	31,9 %	24,7 %	1,1 %	9,5 %	100,0 %	90,5 %
3 – VNAV (exkl. kort VNAV)	Frankrike	92 798	25,5 %	44,0 %	5,7 %	10,0 %	5,7 %	9,1 %	65,4 %	56,3 %
	Övriga länder	44 710	8,7 %	3,0 %	5,5 %	10,2 %	55,0 %	17,5 %	100,0 %	82,5 %
1 – UCITS	Alla länder	636 383	34,4 %	20,2 %	12,7 %	10,6 %	7,1 %	15,0 %	99,4 %	84,4 %
2 – Icke-UCITS	Alla länder	54 774	7,4 %	29,1 %	2,3 %	37,8 %	17,6 %	5,8 %	97,6 %	91,8 %
Totalt	Alla länder	691 157	32,2 %	20,9 %	11,9 %	12,7 %	7,9 %	14,3 %	70,6 %	56,4 %

Källa: ESRB:s undersökning.

(1) Täckningen för fondtyp har beräknats med hänvisning till summorna av fullständig och delvis rapportering. Täckningen för totalsiffrorna beräknas sett till det totala fondantalet i de sex rapporterande länderna enligt ECB:s data. Justerad täckning är den nettade täckningen av kategorin "Övrigt eller ej tillgängligt". **Cellerna markerade med fet stil avser summor över 20 miljarder euro.**

Nationella data visar att monetära finansinstitut dominerar som investerare i fonder med konstant andelsvärde baserade i Luxemburg och Irland. Irländska fonder med konstant andelsvärde har också stor betydelse för andra utomeuropeiska finansiella institut (22 procent). Försäkringsbolag och pensionsfonder är de viktigaste investerarna i kortfristiga fonder med variabelt andelsvärde som är baserade i Frankrike. Den största koncentrationen investeringar från icke-finansiella företag i penningmarknadsfonder kan ses i Luxemburgbaserade fonder med konstant andelsvärde (46 miljarder euro), ej kortfristiga fonder med variabelt andelsvärde baserade i Frankrike (41 miljarder euro) och irländska fonder med konstant andelsvärde (29 miljarder euro). Den stora majoriteten av investerare i penningmarknadsfonder i Spanien och Italien tillhör hushållssektorn. Den totala siffran för EU-hushållens investeringar i penningmarknadsfonder för de sex rapporterande länderna är 32 miljarder euro. En stor andel av investeringarna från hushåll utanför EU går till fonder med konstant andelsvärde i Luxemburg (16 miljarder euro).

III.4 Branschkoncentration

Den europeiska penningmarknadsfondbranschen är ganska koncentrerad, särskilt vad avser fonder med konstant andelsvärde. Enligt undersökningen har de tio största fonderna med konstant andelsvärde i Europa – av totalt 123 fonder – en marknadsandel på omkring 55 procent, vilket representerar 226 miljarder euro (se **tabell 10**). Detta ska jämföras med 33 procent för de tio största fonderna med variabelt andelsvärde, där alla utom en är baserade i Frankrike. Vad gäller fonder som inte uppfyller UCITS har de tio största fonderna 74 procent av marknadsandelen (1).

Tabell 10

Koncentration av de 3, 5, 10 och 20 största fonderna för utvalda kategorier av fonder (procent)

Fonder	CNAV, Irland	CNAV, Luxemburg	Frankrike	Alla CNAV	Alla VNAV	UCITS	Icke-UCITS	Alla fonder
3 största	26,10 %	65,40 %	16,70 %	27,60 %	15,10 %	16,50 %	46,10 %	12,30 %
5 största	38,40 %	77,30 %	23,10 %	36,50 %	21,10 %	22,70 %	55,70 %	17,60 %
10 största	64,00 %	86,80 %	35,90 %	55,50 %	32,80 %	34,40 %	73,70 %	26,80 %

(1) Till största delen beroende på en stor fond med variabelt andelsvärde som är baserad i Frankrike och som utgör 35 procent av fonderna som inte uppfyller UCITS i undersökningen.

Fonder	CNAV, Irland	CNAV, Luxemburg	Frankrike	Alla CNAV	Alla VNAV	UCITS	Icke-UCITS	Alla fonder
20 största	84,30 %	i.u.	50,50 %	77,60 %	48,10 %	52,20 %	88,80 %	40,60 %

Källa: ESRB:s undersökning.

Anm. Andelar för kategorierna "Frankrike" och "Alla fonder" beräknas mot det totala förvaltade beloppet som det rapporterats i ECB:s statistik för de rapporterade länderna. För alla andra kategorier avser andelarna det totala förvaltade beloppet för vilket motsvarande information (konstant eller variabelt andelsvärde, UCITS eller icke-UCITS) är tillgänglig, 89 procent respektive 82 procent av totalsumman.

En analys av koncentrationen efter förvaltningsgrupp visar att de fem största grupperna som förvaltar penningmarknadsfonder i Europa utgör över 40 procent av den totala penningmarknadsfondbranschen i EU, och de tio största utgör 54 procent. Branschen för fonder med konstant andelsvärde är ännu mer koncentrerad: de fem största grupperna står för 87 procent av förvaltningen i Luxemburg och 59 procent i Irland. Vad avser fonder som inte uppfyller UCITS förvaltar de största tre operatörerna i Europa omkring 67 procent av sektorn. Av de tio största grupperna i Europa är sju kopplade till banker (inklusive fyra av de fem största), två är oberoende kapitalförvaltare och en tillhör en försäkringsgrupp.

Tabell 11

Penningmarknadsfondbranschens koncentration efter fondförvaltningsgrupp (procent)

Garanter	CNAV, Irland	CNAV, Luxemburg	Frankrike	Alla CNAV	Alla VNAV	UCITS	Icke-UCITS	Alla fonder
3 största	43,90 %	84,10 %	46,20 %	51,10 %	43,90 %	37,90 %	67,00 %	30,00 %
5 största	59,30 %	86,80 %	58,60 %	61,10 %	55,70 %	47,10 %	77,00 %	40,50 %
10 största	73,80 %	i.u.	71,10 %	81,60 %	70,20 %	62,30 %	91,90 %	53,60 %

Källa: ESRB:s undersökning.

Anm. Andelar för kategorierna "Frankrike" och "Alla fonder" beräknas mot det totala förvaltade beloppet som det rapporterats i ECB:s statistik för de rapporterade länderna. För alla andra kategorier avser andelarna det totala förvaltade beloppet för vilket motsvarande information (konstant eller variabelt andelsvärde, UCITS eller icke-UCITS) är tillgänglig, 89 procent respektive 82 procent av totalsumman.

III.5 Avvikelse från paritet i fonder med konstant andelsvärde

Europeiska penningmarknadsfonder har uppvisat avvikelser mellan skuggpriset och det konstanta priset (dvs. de drabbades av orealiserade förluster sett till marknadsvärdet). Enligt ESRB:s undersökning hade 18 fonder med konstant andelsvärde (av ett stickprov på 76 fonder med ett förvalt kapital på 414 miljarder euro) avvikelser på upp till 10 punkter och 15 fonder med konstant andelsvärde hade avvikelser större än 10 punkter, detta under perioden juni 2007 till juni 2012 (se **tabell 12**). 13 av de 15 fonder med konstant andelsvärde som hade avvikelser över 10 punkter har ungefär 72 miljarder i förvalt kapital⁽¹⁾, detta inkluderar tre av de tio största fonderna i stickprovet. För vissa fonder var avvikelserna begränsade till kreditsituationer som följde på Lehmankraschen 2008. Det bör noteras att dessa data täcker både perioderna före och efter CESR/Esmas regleringsreform för penningmarknadsfonder, och att avvikelser som inträffade under dessa perioder inte kan åtskiljas från undersökningsuppgifterna.

Tabell 12

Avvikelse från paritet för fonder med konstant andelsvärde under perioden juni 2007 till juni 2012 (miljoner euro och procent)

Avvikelse	Totalt	med tillgängliga data om storlek			
	Antal fonder	Antal fonder	Totalt andelsvärde	Andel	Andelsvärde 3 största
Upp till 10 punkter	18	13	77,872	28,00 %	45,935
11 punkter eller mer	15	12	72,253	26,50 %	45,935

Källa: ESRB:s undersökning.

Anm. Antal avvikelser från paritet under perioden från juni 2007 till juni 2012, omfattning: 78 fonder med konstant andelsvärde (data om fondstorlek var bara tillgängliga för 65 fonder).

⁽¹⁾ Uppgifter för de andra två fonderna med konstant andelsvärde är inte tillgängliga.

IV. EUROPEISKA SYSTEMRISKNÄMNDENS REKOMMENDATIONER

IV.1 Rekommendationernas omfattning

Policymålet för ESRB:s rekommendationer är att reducera de risker som EU-baserade penningmarknadsfonder medför för den finansiella stabiliteten på grund av deras likhet med banker och deras utsatthet för uttagsanstormningar (gäller i synnerhet fonder med konstant andelsvärde). Syftet med rekommendationerna är också att få till stånd ett korrekt och konsekvent genomförande av relevanta Iosco-rekommendationer i Europa.

Europeiska kommissionen har uttryckt sin avsikt att ta fram unionsomfattande lagstiftningsåtgärder för UCITS och penningmarknadsfonder. Syftet är ett harmoniserat unionsomfattande genomförande, och ESRB:s rekommendationer riktar därför enbart till Europeiska kommissionen. Kommissionen kan begära rådgivning från europeiska tillsynsmyndigheter – i synnerhet Esma – rörande genomförandet av ESRB:s rekommendationer och för att säkerställa en harmoniserad tillämpning av rekommendationerna, begära att de tar fram de tekniska standarder, riktlinjer och rekommendationer som behövs (inklusive rapportmallar). Upprättandet av tekniska standarder om reglering av penningmarknadsfonder omfattas inte av denna bilaga.

Vad gäller rekommendationernas genomförandeperiod, och i enlighet med den tänkta tidslinjen för reform av UCITS-ramverket, uppmanas kommissionen att rapportera tillbaka till ESRB i slutet av juni 2013 och slutet av juni 2014 om framstegen med genomförandet av rekommendationerna. För rekommendation A föreslås dessutom övergångsarrangemang.

Vad avser **omfattningen av ESRB:s rekommendation** riktar sig denna, i enlighet med Ioscos rekommendationer, mot företag för kollektiva investeringar baserade i EU som erbjuds/säljs till investerare i syfte att bevara kapital, tillhandahålla daglig likviditet och en målavkastning i linje med penningmarknadsräntorna. De riktar sig särskilt mot fonder som säljs som penningmarknadsfonder eller som har penningmarknadsfonders egenskaper (dvs. som syftar till att bevara kapitalvärdet samt som har dagliga inlösningar och penningmarknadsräntor) eller fonder som säljs på ett sätt som ger det intrycket (t.ex. som säljs som likviditetsfonder eller fonder med kort löptid). Om det inte uttryckligen hänvisas till fondtypen (t.ex. konstant andelsvärde, variabelt andelsvärde, kortfristig penningmarknadsfond, UCITS, icke-UCITS) är ESRB:s rekommendationer avsedda att täcka alla typer av europeiska penningmarknadsfonder enligt definitionen ovan, oavsett namn eller gällande regelverk.

Samtliga rekommendationer diskuteras i detalj nedan och de ekonomiska grunderna och en bedömning presenteras, inklusive eventuella för- och nackdelar och den potentiella påverkan på marknaden, där det är möjligt. Bedömningen är grundad på en omfattande genomgång av forskningsrapporter, resultaten av en särskild datainhämtning och diskussioner med marknadsaktörer.

IV.2 Rekommendation A – Obligatorisk övergång till variabelt andelsvärde

Kommissionen rekommenderas att se till att den relevanta EU-lagstiftningen kräver att penningmarknadsfonder har:

1. *ett variabelt andelsvärde,*
2. *allmänt använder en värdering till verkligt värde och begränsar användningen av upplupet anskaffningsvärde till ett begränsat antal på förhand definierade omständigheter.*

IV.2.1 Ekonomiska grunder

a) Policyalternativ

En viktig systemriskfaktor rörande penningmarknadsfonder är att de ingår i skuggbankssystemet och utför banklika ekonomiska funktioner. De övervakas av marknaden men saknar de rättsliga former och det regelverk som gäller för banker (se avsnitt II).

I Ioscos rekommendationer (oktober 2012), som har Rådet för finansiell stabilitets stöd, diskuteras detta problem. I Rådet för finansiell stabilitets samrådsdokument (november 2012) stöds Ioscos arbete med reformer av skuggbankssystemet. I dokumentet anges att riskerna kan bemötas på två sätt: i) genom att ta bort de egenskaper hos penningmarknadsfonder som ökar deras utsatthet för uttagsanstormningar, dvs. ta bort de insättningslika egenskaper de delar med banker, ii) genom att låta penningmarknadsfonder behålla sina insättningslika egenskaper men införa riskreducerande åtgärder som påminner om bankreglering.

Den första möjligheten skulle kräva reformer av värderingen av penningmarknadsfonders andelar så att de insättningslika egenskaperna försvinner. Värderingen av andelarna skulle alltså bättre spegla värdet på penningmarknadsfondens underliggande tillgångar. Detta medför att penningmarknadsfonder måste använda modellen med variabelt andelsvärde och allmänt använda en värdering till det verkliga värdet. Eventuell fortsatt användning av upplupet anskaffningsvärde får inte låta värdet på tillgångarna variera i någon större mån från det rättvisande värdet. Alternativt kan man också tillåta att

penningmarknadsfonder fortsätter att använda modellen med konstant andelsvärde, men på villkor att reglering liknande bankreglering, införs. Framför allt skulle de behöva fungera med krav som motsvarar de krav på kapital, likviditet och annat som gäller för banker och skyddar dem mot uttagsanstormningar.

Detta återspeglas i Ioscos rekommendation 10: "Penningmarknadsfonder som erbjuder ett konstant andelsvärde ska åläggas åtgärder som är avsedda att reducera de specifika risker som är associerade med det stabila andelsvärdet och att internalisera kostnaderna som uppstår på grund av dessa risker. Där det är praktiskt genomförbart ska lagstiftarna kräva en övergång till flytande/variabelt andelsvärde. Alternativt ska säkerhetsåtgärder införas som förstärker penningmarknadsfonder med konstant andelsvärde och förbättrar deras förmåga att klara stora uttag." I samrådsdokumentet från november 2012, till vilket hänvisas ovan, menar Rådet för finansiell stabilitet att i de fall en övergång inte är möjlig ska säkerhetsåtgärderna "vara funktionellt likvärdiga till sin effekt med de krav på kapital, likviditet och andra krav som ställs på banker som skydd mot uttagsanstormningar". I rekommendation 4 från Iosco slås det fast att "penningmarknadsfonder ska följa den allmänna principen om rättvisande värdering vid värdering av värdepapper i deras portfölj. Upplupet anskaffningsvärde ska enbart användas under begränsade omständigheter."

Vad avser en övergång från konstant till variabelt andelsvärde ska vederbörlig hänsyn tas till den internationella utvecklingen (se avsnitt I.1). Rådet för finansiell stabilitet väntas bli färdig med utarbetandet av skuggbankrekommendationer i september 2013 (Rådet för finansiell stabilitet november 2012). Sett till de täta kopplingarna på marknaderna och skuggbankssystemets anpassningsförmåga kan det hävdas att förslag om skuggbankssystemet, som penningmarknadsfonder ingår i, ska vara heltäckande och att en delvis eller ofullständig reglering snabbt skulle arbitreras. Rådet för finansiell stabilitet uppgav att det, när de slutliga rekommendationerna har utarbetats, kommer att arbeta med förfrågningarna för att garantera att policyrekommendationerna om skuggbanker genomförs korrekt. Man avser dock inte arbeta vidare på rekommendationerna om penningmarknadsfonder.

Med tanke på penningmarknadsfonders grundläggande egenskaper är det föredragna policyalternativet att stärka investeringskaraktären och minska bankkaraktären med hjälp av den obligatoriska omvandlingen av fonder med konstant andelsvärde till fonder med variabelt andelsvärde. Motiveringen till att gå längre än Ioscos rekommendation 10 är det minskade incitamentet för investerare till uttagsanstormningar, ökad pristransparens och mindre täta kopplingar på marknaden. Detta diskuteras mer i detalj nedan.

b) Riskreducering

Uttagsanstormningar kan ske med alla typer av fonder som drabbas av obalanser i löptider eller likviditet, men fonder med konstant andelsvärde har egenskaper som gör det mer sannolikt att investerare försöker uppnå förstiltillvarnfördelar i tider av marknadsstress (se avsnitt II.1). En övergång till variabelt andelsvärde minskar de specifika risker som är förknippade med fonder med konstant andelsvärde och effekterna av kredithändelser. Modellen med variabelt andelsvärde kan **minska andelsinnehavarnas incitament till uttagsanstormningar** om en fond drabbas av måttliga förluster. Som beskrevs i avsnitt II kan även mindre förluster leda till en uttagsanstormning mot en penningmarknadsfond, vilken sedan kan spilla över till andra penningmarknadsfonder. Förstiltillvarnfördelar som skapas i och med redovisning av upplupet anskaffningsvärde och avrundning av andelsvärden kan reduceras genom att andelsinnehavarna tvingas till inlösen till ett andelsvärde som speglar de dittillsvarande förlusterna, vilket minskar överföringen av förluster till de kvarvarande andelsägarna.

Övergången från redovisning av upplupet anskaffningsvärde och avrundning kan också förbättra **pristransparensen** för investerare, eftersom det innebär att andelspriserna kan fluktueras på samma sätt som hos andra företag för kollektiva investeringar. Investerarna kan på så sätt få en bättre förståelse för riskerna i dessa fonder och hur de skiljer sig från inlåning. Investerarnas förväntningar om att penningmarknadsfonder inte är sårbara för förluster kan därmed bli mer realistiska, och risken för uttagsanstormningar minskar i de fall där en fond inte lever upp till förväntningarna. Det blir mer sannolikt att investerare förväntar sig, och därmed accepterar, regelbundna fluktuationer, precis som de gör med andra investeringsprodukter, eftersom nedgångar i marknadspriserna inte nödvändigtvis innebär att portföljens tillgångar är nära att falla (¹). Ett variabelt andelsvärde kan skapa mindre osäkerhet kring kvaliteten på portföljtillgångarna, eftersom dennakvaliteten återspeglas i andelsvärdet.

⁽¹⁾ Under sommaren 2011 fluktuerade exempelvis värdet på europeiska penningmarknadsfonder med variabelt andelsvärde beroende på ändrade marknadsförhållanden och högre volatilitet. Trots dessa fluktuationer påverkades uttagen endast i mindre grad, vilket pekar på att investerare accepterar tillfälliga variationer (även negativa sådana) i fondernas andelsvärden.

Penningmarknadsfonder som investerar i mycket korta löptider med mindre kredit- och ränterisk antas visa denna lägre risk med ett andelsvärde som fluktuerar mindre. Eftersom investerarna kan jämföra de dagliga värdefluktuationerna vid olika marknadsförhållanden kan den informationen hjälpa investerare att fatta beslut som bättre matchar deras önskemål om risk jämfört med avkastning.

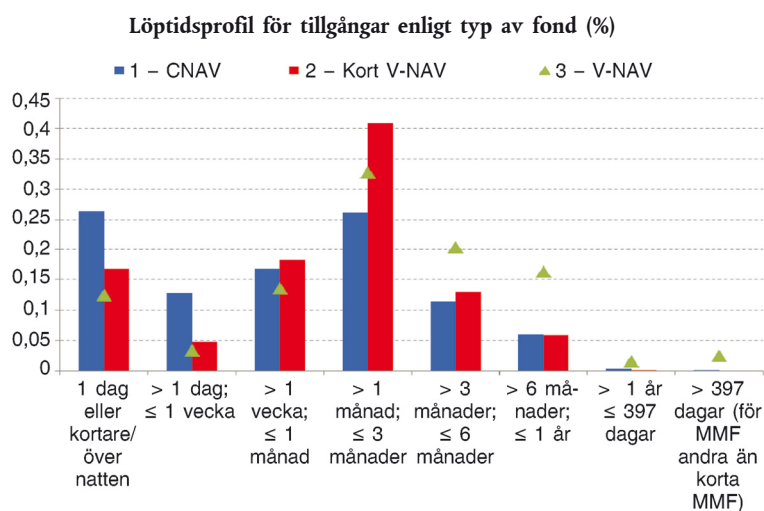
Denna förstillskvarnfördel kan alltså reduceras, men det kan fortfarande finnas incitament att göra uttag före andra, dock i mindre utsträckning. En penningmarknadsfond har inte 100 procent daglig likviditet, så det kan finnas extrema fall där investerarens uttagsförfrågningar inte kan uppfyllas. Vid många samtidiga uttag kan investerare alltså fortfarande ha ett incitament till uttag (detta gäller alla investeringsfonder) eftersom senare uttag kan tvinga fonden att sälja mindre likvida tillgångar, och att därmed drabbas av förluster. Osäkerheter kring redovisningen som även kan finnas hos fonder med variabelt andelsvärde kan också öka risken för uttagsanstormningar.

För att begränsa dessa risker ytterligare, även när det gäller fonder med variabelt andelsvärde, har värderingen av enstaka instrument tagits upp i rekommendationen. Allmänt sett ska penningmarknadsfonder se till att tillgångar värderas enligt befintliga marknadspriser, förutsatt att dessa priser är tillgängliga, tillförlitliga och aktuella. Om det inte finns tillförlitliga uppgifter om marknadspriser ska fonder allmänt sett värdera de värdepapper som ingår i deras portföljer med hjälp av värderingsmodeller som är baserade på aktuell avkastningskurva och räntedifferenser mellan emittenter.

Rekommendationen innebär inte ett fullständigt förbud mot redovisning av upplupet anskaffningsvärde. Om det fortsätter att vara tillåtet med redovisning av upplupet anskaffningsvärde måste dock kraftiga skyddsåtgärder införas för att minimera risken för felaktig prissättning. I överensstämmelse med Ioscos rekommendation bör man endast redovisa upplupet anskaffningsvärde i de fall det bedöms möjliggöra en lämplig tillnärmning av priset på instrumentet.

Det bör införas restriktioner för användningen av redovisning av upplupet anskaffningsvärde för instrumentets återstående löptid eftersom det avsevärt skulle minska risken för skillnader mellan det konstanta andelsvärdet och det faktiska priset på en penningmarknadsfond. Iosco rekommenderar högst 90 dagar men instrument med en kortare återstående löptid kan ge upphov till känslighet för ränte- och kreditrisker. I det avseendet bör det noteras att europeiska penningmarknadsfonder (särskilt fonder med konstant andelsvärde) har en hög andel tillgångar vars återstående löptid är kortare än 90 dagar (se figur 6). I USA får enligt SEC (1977) värdering till upplupna kostnader i värdepappersfonder endast ske vid en återstående löptid på högst 60 dagar i kombination med extra skyddsåtgärder⁽¹⁾. Även om alla restriktioner tillämpas kumulativt skulle det därför finnas risk för en omfattande användning av redovisning av upplupna anskaffningskostnader om en högsta löptid på 90 dagar togs i beaktande. För en fond med konstant andelsvärde kan en felprissättning på så lite som 0,5 procent av dess tillgångar orsaka en uttagsanstormning eftersom investerare kanske försöker lösa in till nominellt värde innan fonden tvingas överge det förväntade andelsvärdet ("breaks the buck").

Figur 6



Källa: ESRB:s undersökning.

Anm. Kategorin "1 dag eller mindre" omfattar även inlåning utan eller med obegränsad löptid. Fonder med konstant andelsvärde omfattar 82 procent av det förvaldade kapitalet.

⁽¹⁾ För närvarande tillåter regel 2a-7 en avvikelser från denna allmänna regel för penningmarknadsfonder, vilka utan begränsningar får använda redovisning av upplupet anskaffningsvärde och avrundning. Enligt FSOC (2012), skulle en omvandling till variabelt fondandelsvärde kräva att detta undantag tas bort och att penningmarknadsfonder härnäst skulle behöva värdera sina portföljer på samma sätt som alla andra placeringsfonder samt endast använda värdering med upplupna kostnader om den återstående löptiden är 60 dagar eller kortare eller vid andra liknande villkor.

Rekommendation B om likviditetskrav kommer även att handla om fonder med variabelt andelsvärde och bör minska risken för uttagsanstormningar ytterligare. Det ska dock påpekas att även om riskerna sannolikt kommer att minska så kan inte riskerna för uttagsanstormningar undvikas helt eftersom penningmarknadsfonder tillhandahåller löptidstransformering.

Slutligen kan rekommendation A hjälpa till att göra något åt den systemrisk som hänger samman med de **täta kopplingarna** mellan penningmarknadsfondernas garantier eftersom fluktuationer i det variabla andelsvärdet kan komma att minska investerarens beroende av implicit och godtyckligt garantistöd. Anledningen till det är att garantier för fonder med variabelt andelsvärde har färre incitament att ingripa och stabilisera aktiekursen.

IV.2.2 Bedömning

a) Möjliga effekter

Det bör göras en grundlig bedömning av varje policyalternativ som berör penningmarknadsfonder för att utröna hur de kan påverka finansiell stabilitet och marknadens funktion. De policyalternativ som just nu diskuteras mest internationellt är en obligatorisk övergång från penningmarknadsfonder med konstant andelsvärde till fonder med variabelt andelsvärde. Med tanke på de internationella kopplingarna som uppstått mellan penningmarknadsfonder skulle den optimala lösningen vara att införa enhetliga lagstiftningsåtgärder globalt. När den här rapporten skrivs är det emellertid oklart huruvida ytterligare regleringsreformer kommer att genomföras i USA (den största marknaden för penningmarknadsfonder i världen) inom en överskådlig framtid. Samtidigt har lagförslag rörande UCITS-ramverket lagts fram i Europa, vilket kan ge en möjlighet att införa åtgärder som ytterligare minskar systemriskerna beroende på penningmarknadsfonder (se avsnitt I).

Å ena sidan skulle konsekvenserna av en (ensidig) obligatorisk övergång till variabelt andelsvärde för europeiska penningmarknadsfonder kunna vara obetydliga för den europeiska penningmarknadsfondbranschen, om man antar att investerare i penningmarknadsfonder med konstant andelsvärde inte är känsliga för den faktiska klassificeringen av en fond utan är mer berörda av dess underliggande tillgångar. Å andra sidan skulle det kunna förekomma ett plötsligt utflöde från europeiska fonder med konstant andelsvärde till andra jurisdiktioner eller alternativa produkter. Detta skulle kunna få allvarliga följder för priserna på och tillgången till kortfristig finansiering för europeiska låntagare, särskilt banker.

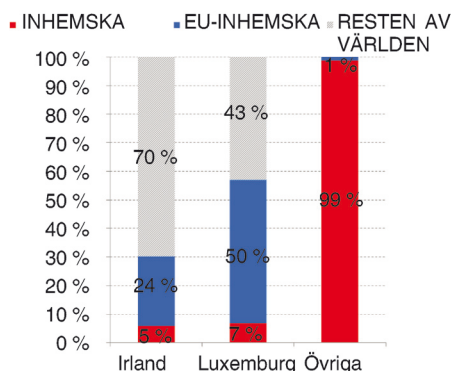
Vid det rundabordssamtal som ESRB anordnade med intressenter från den privata sektorn, hävdade ett antal branschdeltagare att det vore osannolikt med en minskad efterfrågan från investerare i EU men att den skulle kunna bli större från investerare utanför EU, särskilt investerare i USA som tilltalas särskilt mycket av det konstanta andelsvärdet. Efterfrågan från investerare i USA skulle kunna bli betydande om ingen liknande regleringsreform vidtas eller förväntas i USA inom en överskådlig framtid. Det är mycket svårt att förutse effekterna av en eventuell ensidig övergång till ett variabelt andelsvärde i Europa, inte minst på grund av osäkerheterna kring investerarnas beteende, men avsnitt II innehåller ändå nyttiga uppgifter som åtminstone kan ge en indikation.

Fonder med ett konstant andelsvärde är starkt exponerade mot monetära finansinstitut utanför EU (totalt 161 miljarder euro) jämfört med exponeringen mot monetära finansinstitut inom EU (146 miljarder euro), främst genom irländska fonder (128 miljarder euro, 47 procent av totalt förvaltad kapital). Den gränsöverskridande exponeringen av irländska fonder med konstant andelsvärde mot monetära finansinstitut i EU är också stor (75 miljarder euro). För Luxemburgs del är exponeringen mot monetära finansinstitut i EU högre (58 miljarder euro) än mot institut utanför EU (33 miljarder euro) även om täckningen är lägre i det fallet och den verkliga exponeringen kanske underskattas i dessa siffror. En obligatorisk övergång till variabelt andelsvärde kan därför potentiellt påverka finansieringen på 146 miljarder euro till europeiska monetära finansinstitut även om en del av denna finansiering sannolikt skulle förbli investerad i europeiska monetära finansinstitut, t.ex. genom direkt innehav av värdepapper som emitterats av europeiska banker eller genom bankinlåning.

Det råder stor osäkerhet vad gäller den geografiska fördelningen av investerare i penningmarknadsfonder, vilket framgår av skillnaderna i ECB:s statistik och uppgifterna från den engångsundersökning som ESRB gjort (se **tabell 9** i avsnitt III.3). Fonder med konstant andelsvärde finner man främst i Irland och Luxemburg och tabell 9 i avsnitt III.3 innehåller information om den geografiska och sektoriella fördelningen av deras investerarbaser (se även **figur 7** och **figur 8** nedan).

Figur 7

Geografisk fördelning av investerare i penningmarknadsfonder (%)

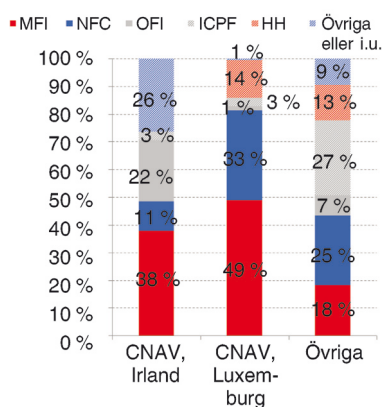


Källa: ESRB:s undersökning.

Anm. "Övriga" omfattar fonder från Frankrike, Tyskland, Italien och Spanien. 100 procent av ESRB:s undersökning omfattas och ca 70 procent av EU-baserade penningmarknadsfonders förvaldade kapital.

Figur 8

Sektoriell fördelning av investerare i penningmarknadsfonder (%)



Källa: ESRB:s undersökning.

Anm. "Övriga" omfattar fonder från Frankrike, Tyskland, Italien och Spanien plus fonder med variabelt andelsvärde från Irland och Luxemburg. 100 procent av ESRB:s undersökning omfattas och ca 70 procent av EU-baserade penningmarknadsfonders förvaldade kapital.

Enligt resultaten av ESRB:s undersökning är andelen investerare utanför EU i irländska penningmarknadsfonder 70 procent (eller 202 miljarder euro) av det totala (se figur 7). Enligt ECB:s statistik, som omfattar hela populationen av penningmarknadsfonder, utgör investerare utanför euroområdet emellertid 82 procent (eller 253 miljarder euro). Det är dock inte troligt att investerare från Storbritannien och andra EU-medlemsstater som inte ingår i euroområdet endast står för 51 miljarder euro (skillnaden mellan de två uppgifterna) medan irländska fonder som är denominerade i brittiska pund står för cirka 134 miljarder euro. Även om det inte finns någon exakt siffra tillgänglig så kan man betrakta uppgifterna i ESRB:s undersökning (202 miljarder euro) som en övre intervallgräns. Den undre gränsen skulle kunna avledas från ECB:s statistik som det sammanlagda värdet för övriga utlandet minus det totala värdet av fonder denominerade i brittiska pund, dvs. 119 miljarder euro, eller 253 miljarder euro minus 134 miljarder euro. Sammantaget skulle därför andelen investerare från övriga utlandet i Irland kunna ligga varsomhelst mellan 119 miljarder euro och 202 miljarder euro. Enligt undersökningen investerar dessa investerare främst i fonder med konstant andelsvärde (84 procent).

Vad gäller Luxemburg utgör undersökningsdata bara en partiell täckning av investerarbasen för penningmarknadsfonder, runt 74 procent av det totala investerade kapitalet. Enligt dessa uppgifter står sektorn utanför EU för cirka 79 miljarder euro, eller 43 procent av den totala investerarbasen. Motsvarande siffra i ECB:s statistik, vilken emellertid även omfattar investerare från Storbritannien, är 152 miljarder euro eller 61 procent av den totala investerarbasen. Även om Luxemburgbaserade fonder som är denominerade i brittiska pund (motsvarande cirka 20 miljarder euro) dras av så förblir skillnaden mellan de två uppgifterna ganska stor (79 miljarder euro mot 132 miljarder euro).

För fonder med konstant andelsvärde finns det endast data från ESRB:s undersökning. Enligt denna källa står investerare från länder utanför EU för 257 miljarder euro eller 62 procent av den totala investerarbasen. Den siffran är dock troligen överdriven med tanke på osäkerheten kring investerarnas ursprung.

Sammantaget finns det enligt ESRB:s undersökning en potentiell efterfrågan bland investerare från länder utanför EU på 257 miljarder euro (eller 25 procent av det totala), vilka skulle kunna vara särskilt tillalade av fonder med konstant andelsvärde, tyvärr ger dock den geografiska fördelningen av investerarbasen inte någon möjlighet att identifiera klassen av investerare i USA. Om en övergång till variabelt andelsvärde skulle medföra att dessa investerare försvinner så kan det potentiellt påverka en fjärdedel av det förvaltade kapitalet i de europeiska penningmarknadsfonderna. Det kan dessutom få effekter för finansieringen av monetära finansinstitut. Fonder med konstant andelsvärde investerar dock till största delen utanför EU (se **tabell 4** i avsnitt III.2) och konsekvenserna för europeiska monetära finansinstitut kan därför vara mer begränsade. Det är dessutom sannolikt att andelen investerare från länder utanför EU är kraftigt överskattad i undersökningen. Enligt uppgifter från IMMFA kan 10 procent eller cirka 40 miljarder euro tillskrivas investerare från USA och de direkta effekterna om dessa investerare försvann skulle därför bli ganska små.

b) Övergångsordning

Det finns flera skäl till varför det skulle behövas en övergångsordning för en obligatorisk övergång till variabelt andelsvärde. För det första skulle omvandlingen av konstant andelsvärde till variabelt andelsvärde vara en lika stor operativ utmaning för både förvaltare och investerare eftersom IT- och back-officesystem eventuellt skulle behöva struktureras om. För det andra skulle det kunna förekomma omfattande uttag av investerare som försöker undvika potentiella förluster om det rådande konstanta andelsvärdet skulle skilja sig från det "verkliga" variabla andelsvärdet. Därför rekommenderas en tillräckligt lång övergångsperiod för befintliga penningmarknadsfonder, under vilken det konstanta andelsvärdet kan behållas för att ge utrymme för de anpassningar som behövs. Övergångsperioden för befintliga fonder med konstant andelsvärde skulle kunna vara minst två år efter den slutgiltiga publiceringen av gällande bestämmelser. Penningmarknadsfonderna bör i god tid innan förändringen genomförs tillkännage övergången till variabelt andelsvärde och förklara dess effekter. Det ska finnas tillräckligt med tid också för investerare att ta till sig reformer som kan komma att genomföras för penningmarknadsfonder i USA för att på så viss minska oron för handel före kunden ("front running").

c) Kapitalkrav som möjligt alternativ

Motiv

Om en omvandling till variabelt andelsvärde inte fungerar föreslår Rådet för finansiell stabilitet (november 2012) att som alternativ införa krav som har samma effekt som tillsynsreglering för banker. Om det inte skulle finnas någon europeisk lagstiftning som kräver en obligatorisk omvandling av alla penningmarknadsfonder med konstant andelsvärde till fonder med variabelt andelsvärde, ska stränga skyddsåtgärder, inbegripet kapitalkrav, vidtas i enlighet med bankreglering.

Nedan ligger fokus på kapitalkrav. Det underliggande motivet för formella kapitalkrav är att det, begreppsmässigt, finns paralleller mellan fonder med konstant andelsvärde och bankinlåning (vilka skyddas genom kapitalkrav för banker). Syftet med kapitalkrav för fonder med konstant andelsvärde är att öka deras förmåga att klara förluster som kan uppstå till följd av kreditförluster eller försäljning av tillgångar för att möta begäranden om inlösen som kan hota det stabila värdet per fondandel. Detta kan dämpa systemrisken i samband med sådana fonder eftersom det skulle minska ledarens fördel och investerarens motivation att lösa in under perioder av påfrestningar så länge de förväntar sig att förlusterna är mindre än buffertkapitalet⁽¹⁾.

Utöver kapitalkrav kan penningmarknadsfonder med konstant andelsvärde bli tvungna att ansöka om tillstånd att bedriva begränsad bankverksamhet (se Europaparlamentet, 2012). Detta skulle säkerställa att fonder med konstant andelsvärde står under bankliknande stabilitetstillsynsreglering, särskilt vad gäller kapital. Det skulle dessutom göra det möjligt för sådana enheter att dra nytta av insättningsgarantier och centralbankslikviditet, precis som banker gör.

Tänkbara modeller

Två tänkbara konstruktioner för kapitalkrav diskuteras på internationell nivå: i) en buffert för andelsvärden som finansieras av investerare, och ii) kapitalkrav på förvaltaren. Båda modellerna förklaras närmare nedan.

i) Marknadsfinansierad buffert för andelsvärden

Det första alternativet är en buffert för andelsvärden där penningmarknadsfonden skulle lägga upp en kapitalreserv på fondnivå genom att behålla en del av sina intäkter som en potentiell spärr mot förluster. En minsta buffert för andelsvärden kan fastställas i lag och fonden kan sedan sluta avsätta intäkter när denna minsta buffert har uppnåtts. Det här konceptet har dock flera nackdelar (se Iosco, oktober 2012).

⁽¹⁾ Se t.ex. Gordon and Gandia (2012); Squam Lake Group (2011); FSOC (2012).

Det skulle ta tid att bygga upp en tillräckligt stor reserv och uppbyggandet av bufferten under en längre tid skulle vara av mindre nytta för övergångsperioden. En mindre buffert skulle gå snabbare att bygga upp men den skulle vara av begränsad nytta, den skulle till och med ge det felaktiga intrycket av att investerare har ett bättre skydd mot förluster än de faktiskt har, vilket kan öka systemrisken. Med de låga räntor som råder idag skulle det dessutom vara mycket svårt att bygga upp en betydande buffert.

Anläggandet av en buffert kan dessutom medföra att förmåner överförs från befintliga aktieägare, vilka bidrar till upp-rättandet av bufferten, och framtida aktieägare, vilka senare kan komma att dra fördel av den.

Den här bufferten kommer direkt att minska den avkastning som fonden kan erbjuda och det kan därmed bli mindre tilltalande att investera i penningmarknadsfonden och efterfrågan bland investerare kan minska. Fonder kan komma att lämna marknaden för att undvika bufferten och därmed minska branschens storlek och tillgången till en viktig kortsiktig finansieringskälla för monetära finansieringsinstitut.

Eftersom buffertarna skulle tillhandahållas av fondernas aktieägare, skulle förvaltare/garanter inte ha någon finansiell andel i dem, vilket eventuellt kan minska deras incitament för en ansvarsfull riskhantering.

ii) Kapitalkrav för garanten/uttryckliga garantier

Det andra alternativet skulle kräva att penningmarknadsfondernas förvaltare/garanter gör ett uttryckligt åtagande för finansiellt stöd som annars ofta är underförstått. Ett sådant uttryckligt åtagande skulle göra det (för närvarande godtyckliga) stöd som penningmarknadsfonderna hittills ofta förlitat sig på obligatoriskt och tvinga garanten/förvaltaren att internalisera den tillhörande kostnaden. Ett sådant uttryckligt åtagande är rimligt eftersom, såsom förklarades i avsnitt II.2, det godtyckliga i garantstödet är en källa till systemrisk i samband med penningmarknadsfonder.

Förvaltare av penningmarknadsfonder, eller mer allmänt garanterna, kan tvingas att inrätta och finansiera en villkorsdepå som fångar upp penningmarknadens förluster. Kapitalet skulle hållas utanför penningmarknadsfonden och ägas av garanten/förvaltaren och inte vara en skuldpost eller fondandel i penningmarknadsfonden. Investerare skulle bidra indirekt, t.ex. genom ökade kostnader/avgifter, vilket kan minska efterfrågan bland investerare. Alternativt skulle förvaltaren/garanten kunna tillhandahålla en uttrycklig garanti på villkoret att förvaltaren/garanten är en reglerad enhet som omfattas av kapitalkrav som stabilitetstillsynen ställer.

Storlek

Ett buffertkapital/kapitalkrav ska vara så högt att det ger ett betydande skydd mot förluster och därigenom effektivt minskar risken för uttagsanstormningar. I annat fall skulle det finnas liknande incitament för anstormningar för aktieägare i en fond som upplevs riskera förluster som är större än dess buffertkapital eller i en fond där osäkerhet uppstått vad gäller garantens förmåga att ge stöd. Kapitalkravet för den uttryckliga garanti som garanten tillhandahåller, särskilt ifall modellen med konstant andelsvärde behålls, skulle behöva överensstämma med de respektive lagstadgade kapitalkraven för banker.

Squam Lake-gruppen (2011) föreslår att man ska ta hänsyn till de belopp som garanten har bidragit med tidigare för att förhindra att fonder med konstant andelsvärde inte kan hålla sitt andelsvärde ("breaking the buck") när storleken på bufferten fastställs. Det skulle t.ex. ha behövts en buffert på åtminstone 0,03 USD per aktie under de två dagar som följde på Lehmans konkurs, då Reserve Primary Fund rapporterade en minimikurs per aktie på 97 cent.

FSOC (2012) föreslår en buffert som är skräddarsydd efter riskfylldheten i fondens tillgångar, i) utan buffertkrav för kontanter, statspapper och statliga repor (repor som endast är säkerställda med kontanter och statspapper), ii) med ett buffertkrav på 0,75 procent för övriga dagliga likvida tillgångar (eller för veckovisa likvida tillgångar när det gäller skattebefriade fonder) och iii) ett buffertkrav på 1,00 procent för alla andra tillgångar. Bufferten för andelsvärdet hålls utöver de tillgångar som behövs för att stabilisera aktiekursen för en fond med ett konstant andelsvärde. Vidare uppger FSOC att även om penningmarknadsfonder i regel investerar i värdepapper med lägre risk så har erfarenheterna visat att fonder kan drabbas av förluster som är högre än den buffertnivå på 1 procent som anges ovan. FSOC framhåller därför ett annat alternativ, med en buffert på upp till 3 procent (även här beroende på tillgångarnas sammanställning). FSOC:s förslag omfattar dessutom även tanken på ett "minimibelopp för risk", vilket motsvarar en del av kontovärdet som skulle kunna vara tillgänglig för fördröjd inlösen.

Som exempel använder **Iosco** 50 punkter som minimum för bufferten som utformats för att täcka skillnaderna mellan marknadsvärdet och det nominella värdet. En buffert av den här storleken skulle dock till sin verkan inte vara funktionellt likvärdig med kapitalkraven för banker såsom **Rådet för finansiell stabilitet** begärt (november 2012). I enlighet med **Basel III-ramverket för kapital** måste banker inneha tillräckligt med eget kapital för att uppfylla två skyldigheter: ett riskbaserat kapitalkrav och bruttosoliditetskrav. Det senare innebär att det egna kapitalet måste utgöra minst 3 procent av

bankens tillgångar (se Baselkommittén för banktillsyn 2010, punkt 153). En konsolidering av penningmarknadsfondens tillgångar till den garanterande bankens balansräkning medför alltså ett kapitalkrav på 3 procent av fondens andelsvärde. För att överensstämja med tillsynsregleringen för banker ska i allmänhet en kapitalbuffert på 3 procent tillämpas. Detta bör gälla oavsett om kapitalåtagandet görs av banker eller, i förekommande fall, förvaltaren eller en tredje part. Det bör dock noteras att det bruttosoliditetskrav på 3 procent som Baselkommittén föreslagit ska drivas parallellt under perioden från januari 2013 till januari 2017 och kan medföra ytterligare anpassningar av kravet.

Risker

Det finns flera risker förknippade med alternativet att ålägga kapitalkrav. För det första skulle kravet kunna få **betydande konsekvenser** för förvaltarnas/garanternas kapitaltäckning. Med Basel III-ramverket som referenspunkt skulle enligt ovanstående minst 3 procent av penningmarknadsfondernas andelsvärde kunna krävas. Enligt beräkningar som en del av ESRB-medlemmar gjort för vissa europeiska banker kan en kapitalbuffert om 3 procent på alla tillgångar i penningmarknadsfonder med ett konstant andelsvärde som förvaltas inom bankgruppen kosta så mycket som en halv procent av deras gemensamma egenkapital (om man antar att denna kapitalbuffert var en redovisad tillgång för den garanterande banken som helt dras från det egna kapitalet).

Dessutom skulle ett uttryckligt åtagande kunna **öka de täta kopplingarna** i det finansiella systemet (särskilt till bank-systemet), framför allt om fler systemviktiga garantier har bättre förmåga att finansiera kapitalet. Å andra sidan skulle motargumentet vara att kapitalkravet, i stället för att öka de täta kopplingarna, endast skulle medföra transparenta kopplingar som redan finns till följd av implicita stödrelationer. Detta skulle hjälpa investerare i både banker och penningmarknadsfonder att bättre förstå vilka risker de tar. Den europeiska penningmarknadsfondbranschen med konstant andelsvärde är redan kraftigt **koncentrerad** (se avsnitt III.4). Införandet av kapitalkrav för fonder med konstant andelsvärde eller för deras garantier kommer sannolikt att leda till en konsolidering inom branschen och medföra en större koncentration av riskerna.

Då det är sannolikt att investerare skulle bidra till kapitalbuffertar/kapitalkrav, åtminstone indirekt genom ökade kostnader/avgifter, skulle en annan konsekvens också kunna vara en **minskad efterfrågan bland investerare**. När det gäller de potentiella effekterna för bankfinansiering får man komma ihåg att europeiska penningmarknadsfonder med konstant andelsvärde finansierar europeiska monetära finansinstitut med cirka 146 miljarder euro.

Av stabilitets- och transparens-skäl är uttryckliga åtaganden att föredra framför implicita men ändå verkar en omvandling av fonder med konstant andelsvärde till fonder med variabelt andelsvärde vara en bättre lösning än uttryckliga kapitalkrav. Kapitalbuffertar överensstämmer inte med den grundläggande egenskapen hos en investeringsfond där investerare bär investeringsrisken, dessutom kan de potentiellt **göra skillnaden mot banker ännu otydligare**.

IV.3 Rekommendation B – Likviditetskrav

Kommissionen rekommenderas säkerställa att den relevanta EU-lagstiftningen

1. **kompletterar de befintliga likviditetskraven för penningmarknadsfonder genom att tydliga minimibelopp införs avseende vilka dagliga och veckovisa likvida tillgångar som penningmarknadsfonderna måste hålla,**
2. **förstärker fondförvaltarnas ansvar när det gäller övervakningen av likviditetsrisken,**
3. **säkerställer att nationella tillsynsorgan och fondförvaltare har tillgång till effektiva instrument, t.ex. ett tillfälligt upphävande av inlösen, för att hantera likviditetsrestriktioner i tider av påfrestningar till följd av både fondspecifik och marknadsomfattande utveckling.**

IV.3.1 Ekonomiska grunder

a) Förbättra stabiliteten i penningmarknadsfonder

Rekommendation B följer Ioscos rekommendationer om likviditetshandling. I rekommendation 7 anges särskilt att "penningmarknadsfonder ska hålla ett lägsta belopp av likvida tillgångar för att stärka sin förmåga att möta krav på inlösen och undvika blyxtförsäljningar".

I EU-sammanhang är, som förklarats ovan (avsnitt I.2), de europeiska rättsliga ramarna för hantering av likviditetsrisk redan starka. Bland annat definieras i artikel 1 i UCITS-direktivet att ett fondföretag ska lösa in andelar på begäran av innehavarna. Vad gäller penningmarknadsfonder anges i CESR/Esmas riktlinjer att penningmarknadsfonder ska förse investerare med daglig likviditet och att de måste hantera sin likviditet enligt denna princip. I CESR/Esmas riktlinjer för penningmarknadsfonder anges även gränsvärden för viktad genomsnittlig livslängd (WAL) och viktad genomsnittlig löptid (WAM) som begränsar likviditetshandlingen och tvingar förvaltare att hålla likvida tillgångar.

Till skillnad från befintliga föreskrifter, främst i USA, har dock inga uttryckliga krav angivits i EU-lagstiftningen när det gäller de minsta belopp av likvida tillgångar som penningmarknadsfonder ska inneha. I det avseendet ska det noteras att Europaparlamentet (2012) uppmanade Europeiska kommissionen att undersöka idén att införa särskilda likviditetskrav för penningmarknadsfonder genom att fastställa minimikrav för likviditet över natten, per vecka och per månad ⁽¹⁾.

Likvida tillgångar hjälper penningmarknadsfonder att betala inlösande aktieägare och undvika blyxtförsäljningar av tillgångar till förlustpriser samt även förebygga spridningseffekter för andra fonder som innehar liknande värdepapper. I enlighet med detta rekommenderas att införa uttryckliga minimibelopp av dagliga och veckovisa likvida tillgångar i EU:s regelverk. De viktigaste fördelarna med detta tillägg är följande:

- a) Det kommer att återspegla vikten av likvida tillgångar för att penningmarknadsfonder ska kunna **tillmötesgå eventuella större begäranden om inlösen** från investerare och stå emot perioder av volatilitet på marknaden: dessa fördelar illustreras av händelserna sommaren 2011 då amerikanska penningmarknadsfonder kunde klara stora uttag ⁽²⁾.
- b) Det kommer att ge en **harmoniserad grund för likviditetsförfaranden** vid penningmarknadsfonder över hela Europa och bidra till investerarnas förtroende: för närvarande definieras olika tröskelvärden och krav avseende likviditetshandling i IMMFA:s uppförandekod och kreditvärderingsmetoder (se **ruta 1** nedan) medan lagstiftningen i USA, som nämnts ovan, definierar specifika tröskelvärden för dagliga och veckovisa likvida tillgångar.
- c) Det kommer att säkerställa att penningmarknadsfonder **följer en försiktig linje i likviditetshandlingen över tid**: Penningmarknadsfonders likviditet har ökat sedan finanskrisen 2008 och även riskaversionen i samband med skuldskrisen i EU och en hög volatilitet på marknaden. När marknadsförhållandena stabiliseras finns det risk för att penningmarknadsfonder återigen kommer att minska sina likvida tillgångar i portföljerna och söka instrument med högre intäkter och längre löptid, vilket eventuellt skulle kunna undergräva deras likviditetsställning.
- d) Införandet av uttryckliga krav ska betraktas som en del av den försiktiga handlingen av likviditetsrisker (t.ex. i enlighet med definitionerna i artikel 51 i UCITS-direktivet), och förvaltningsbolaget fortsätta att bära hela ansvaret för hantering av likviditeten.

Ruta 1:

Olika metoder för att hantera likviditetsbuffertar

IMMFA: En IMMFA-fond måste inneha minst 10 procent nettotillgångar i investeringar som löper ut nästa bankdag och minst 20 procent nettotillgångar i investeringar som löper ut inom fem bankdagar. För det ändamålet kan medlemmar bestämma hur eventuella statspapper ska hanteras genom att ta hänsyn till likviditeten i varje enskild investering i stället för dess slutgiltiga löptid.

Fitch: Daglig likviditet definieras som kontanter som hålls hos en depåhållare som är rankad minst "A" och/eller "F1" eller motsvarande, repoavtal över natten, andelar i penningmarknadsfonder som är rankade "AAAmmf" av Fitch eller motsvarande, värdepapper som kommer att löpa ut eller är föremål för en inlösningsoption utställd av en tillräckligt högt rankad motpart som kan utövas av innehavaren och ska utbetalas inom en bankdag samt direkta obligationer som emitterats av högt rankade suveräna stater som åtnjuter stark marknadslikviditet, förutsatt att sådana obligationer emitterats i portföljens basvaluta med en återstående löptid på högst 397 dagar. Veckovis likviditet definieras som ovanstående plus värdepapper som kommer att löpa ut eller som är betalbara vid anfordran/ från en leverantör/ett fondföretag/ med lämplig rating där denna inlösenrätt kan utövas av innehavaren och utbetalas till fonden inom fem bankdagar samt värdepapper som emitterats av högt rankade överstatliga eller statliga organ med stark marknadslikviditet, och med återstående löptid på 95 dagar eller kortare.

Moody's: Moody's bedömning av likviditet omfattar både tillgångarnas löptidsstruktur och kvalitet på dessa tillgångar samt riskexponering avseende risken för stora oplanerade återbetalningar. Moody's utvärderar i vilken utsträckning en fond har investerat i likvida värdepapper, framför allt statspapper med Aaa-rating och löptiderna för dessa samt andra likvida tillgångar som värdepapper med kortare löptid än sju dagar.

SEC: Amerikanska penningmarknadsfonder måste hålla minst 10 procent av sina tillgångar i dagslån och 30 procent i tillgångar som förfaller inom en vecka. Dagliga likvida tillgångar definieras som kontanter, amerikanska statspapper och

⁽¹⁾ Europaparlamentet (2012) uppmanade även Europeiska kommissionen att kräva uttagsavgifter vid särskilda på förhand fastställda omständigheter, vilket också leder till en direkt informationsplikt gentemot behörig tillsynsmyndighet och Esma.

⁽²⁾ Enligt FSOC (2012) upplevde de största penningmarknadsfonderna nettoutflöden på 179 miljarder USD (16 procent av tillgångarna) under åtta veckor fram till den 3 augusti 2011.

värdepapper som kan konverteras till kontanter inom en bankdag. Veckovisa likvida tillgångar är kontanter, amerikanska statspapper, diskontoväxlar emitterade av myndigheter med en återstående löptid på 60 dagar eller kortare samt värdepapper som kan konverteras till kontanter (antingen genom en löptid eller en säljoption) inom fem bankdagar.

Anm. Endast utdrag. Se tillämpliga förordningar och metoder för mer detaljinformation.

För att definiera storleken på och sammanställningen av buffertarna för likvida tillgångar ska nedanstående beaktas.

- a) Det sker en **avvägning** mellan storleken på de buffertar som ska införas och typen av tillgångar som ska betraktas som giltiga, vilket illustreras av de olika metoder som för närvarande används i Europa och de olika uppgifter som redovisas av penningmarknadsfonder rörande deras innehav av likvida tillgångar. Ju högre buffertkravet är, desto svårare blir det alltså att uppfylla kravet med tillgångar av hög kvalitet.
- b) Både **dagliga och veckovisa likvida tillgångar** ska definieras. Det är viktigt att det finns dagliga likvida tillgångar eftersom krav på inlösen kan uppstå mycket snabbt⁽¹⁾. Veckovisa likvida tillgångar förstärker också fondens stabilitet och dess förmåga att hantera stora uttag och samtidigt utöka omfattningen av godtagbara tillgångar.
- c) För att minska fondens beroende av likviditet på den sekundära marknaden ska definitionen av likvida tillgångar (förutom kontanter) främst avse **återstående löptid**. Följaktligen ska instrument som definieras som dagliga och veckovisa tillgångar ha en återstående löptid inom en respektive fem bankdagar. Förtjänsten med den här metoden baserad på återstående löptid är att man inte behöver göra antaganden om marknadslikviditeten för vissa instrument, likvida tillgångar kan ju förvandlas till icke-likvida tillgångar på en marknad under påfrestning. Den här definitionen skiljer sig från den amerikanska definitionen som omfattar amerikanska statspapper, diskontoväxlar emitterade av myndigheter och återspeglar de specifika förhållandena på den amerikanska marknaden och storleken på marknaden för amerikanska statspapper.
- d) Vid definitionen av buffertarna ska hänsyn tas till riskerna i samband med **eventuella valfria löptider för tillgångarna**. Dessa alternativ kan baseras på olika parametrar, inklusive tekniker med riskexponering för motparten såsom säljbara (t.ex. säljoptioner), annulleringsbara (e.g. annulleringsbara optioner), inlösningsbara (t.ex. "re-callable" repotekniker). Sådana egenskaper kan skapa spridningseffekter och försvaga fondernas övergripande likviditet, särskilt på marknader under påfrestning.
- e) **Övriga effekter av täta kopplingar**, främst med banksektorn, vilka kan påverka tillgången till tillgångar som är godtagbara för likviditetsbuffertarna, bör också tas i beaktande.

b) Förbättrad hantering av likviditetsrisker

De tröskelvärden som ska definieras ska betraktas som minimivärden. Följaktligen ska förvaltare justera sina innehav av likvida tillgångar beroende på sin profil och investerarbas (typ av investerare, inlösningsmönster, investerarbasens koncentration osv.) samt på marknadsförhållanden.

Likviditetsförvaltare bör, som del av ett stabilt och på bäst praxis baserat tillvägagångssätt för likviditetshantering ta fram regelbundna stresstester, baserade på olika negativa scenarior (både fondspecifika och marknadstäckande) som kan påverka deras likviditetsprofil. Dessa stresstester ska överensstämma med Ioscoss rekommendation 8. Penningmarknadsfonder ska även ha beredskapsplaner för perioder av påfrestningar.

Som indikerats i Ioscoss rekommendation 6 utgör aktieägare i penningmarknadsfonder en viktig punkt att beakta. Detta är särskilt viktigt sett ur ett EU-perspektiv där institutionella investerare, som generellt skulle vara mer benägna att delta i en uttagsanstormning, representerar huvuddelen av investerare. ESRB:s enkät (se III.3 ovan) visar att det finns osäkerhet avseende fondernas investerarbas. Anektodiska bevis förefaller peka på att det finns en växande roll för plattformar i Europa som gör det svårare för förvaltare att "känna sina aktieägare". Följderna av detta bör utvärderas. Vidare kan penningmarknadsfonder komma att behöva samla in information om sina faktiska ägare i enlighet med vad som planeras i FSOC:s föreslagna rekommendationer om penningmarknadsfonder i USA⁽²⁾.

⁽¹⁾ Investerare i Reserve Primary Fund försökte t.ex. lösa in cirka 40 miljarder USD på två dagar och på en vecka togs sammanlagt 15 % i tillgångar ut från de största penningmarknadsfonderna.

⁽²⁾ I förslaget till rekommendation som offentliggjordes i november 2012 övervägs genomförandet av ytterligare ytterligare krav på "känner investerare".

c) Likviditetshantering i tider av påfrestningar

Även om förvaltare följer en försiktig linje i likviditetshantering kan det förekomma fall då penningmarknadsfonder måste bemöta extrema påfrestningar på marknaderna och/eller större begäranden om inlösen beroende på både fondspecifika och marknadsomfattande utveckling. Det följer av Ioscos rekommendation 9 att "penningmarknadsfonder ska ha verktyg för att hantera exceptionella marknadsförhållanden och omfattande begäranden om inlösen". Sådana instrument kan lätta trycket på inlösen och på så vis förhindra en uttagsanstormning eller annat flockbeteende bland investerare i en viss fond eller grupp av fonder. Iosco noterar vidare att "för att förhindra spridningseffekter kan lagstiftningen även överväga att ge lagstiftarna befogenheter att kräva att sådana instrument när exceptionella situationer som en eller flera penningmarknadsfonder hamnat i kan få följder för det finansiella systemet som helhet."

Inom EU:s regelverk har innehåller både fondföretagsdirektivet (UCIT) och direktivet om förvaltning av alternativa investeringsfonder (AIFM) bestämmelser som behandlar tillfälligt upphävande.

- I artikel 45.2 i **fondföretagsdirektivet** framgår att medlemsstater kan låta behöriga myndigheter få begära eller tillåta ett tillfälligt avbrott av teckning av andelar, återköp eller inlösen under förutsättning att ett sådant avbrott är motiverat av hänsyn till skyddet av andelsägarna eller allmänheten. I enlighet med artikel 84.2 får en fond tillfälligt avbryta återköp eller inlösen av andelar i exceptionella fall när omständigheterna så kräver och när ett sådant avbrott är motiverat av hänsyn till skyddet av andelsägarna.
- Artikel 46.2 i **direktivet om förvaltning av alternativa investeringsfonder** föreskrivs att de behöriga myndigheterna ska ha befogenheter att "få begära ett tillfälligt avbrott av utgivning, återköp eller inlösen av andelar i andelsägarnas eller allmänhetens intresse". Det finns dock ingen specifik bestämmelse på fondnivå. Artikel 23(1)h föreskriver vidare att förvaltningen av alternativa investeringsfonder ska offentliggöra hanteringen av likviditetsrisker, inklusive inlösenrätter både under normala och extraordinära omständigheter.

Detta ramverk är annorlunda än den befintliga lagstiftningen i USA där fonden måste likvideras efter ett avbrott (¹). Ett tillfälligt avbrott kommer troligen att vara den mest lämpliga reaktionen under exceptionella förhållanden där fonder måste hantera omfattande begäranden om inlösen. EU:s ramverk bör därför ändras till att utöka möjligheten för alla fonder att tillfälligt avbryta begäranden om inlösen (samma för fondföretag och icke-fondföretag) som finns i fondföretagsdirektivet (²). Redan idag tillåter EU-lagstiftningen att de behöriga myndigheterna begär ett tillfälligt avbrott av inlösen i andelsägarnas eller allmänhetens intresse både för fondföretag och icke-fondföretag, i överensstämmelse med Iosco-rekommendationerna.

Utöver tillfälliga avbrott bör man överväga att införa ytterligare extraordinära instrument för likviditetshantering av penningmarknadsfonder. Vilka villkor och omständigheter som ska råda då dessa instrument används bör tydligt definieras och deras nytta för den finansiella stabiliteten bör utvärderas. Framför allt kan, vilket förutses i Iosco-rekommendationerna, fördelarna med "fönster" (där fonder begränsar inlösenbeloppen till en viss proportion per inlösendag) ytterligare utvärderas.

I enlighet med Iosco-rekommendationerna bör lämplig information till investerare finnas på plats avseende tillämpliga stressförfaranden. Framför allt måste fonderna säkerställa att deras investerare är medvetna om under vilka omständigheter dessa förfaranden (inställelse eller andra) kan inträffa. Detaljer om implementering och villkor bör dock inte offentliggöras i syfte att undvika fördelen med att vara först och möjligheten till förebyggande uttagsanstormningar. Offentliggörande av tillämpliga förfaranden i stressituationer behandlas i rekommendation C, punkt 3 (se nedan).

IV.3.2 Bedömning

Vad gäller införandet av särskilda krav i form av likvida tillgångar visade Ioscos samråd våren 2012 på allmänt stöd från de tillfrågade för introduktion av likviditetsbuffertar för penningmarknadsfonder. De tillfrågade påpekade framför allt fördelarna med de nya bestämmelserna i "US Rule 2a-7" för att göra fonderna starkare. Vad gäller EU konstaterade tillfrågade i EU att det saknas ett harmoniserat ramverk för likviditetsförvaltning i Europa, vilket däremot finns i USA, och man var generellt för ett initiativ från tillsynsmyndigheterna.

För att utvärdera den potentiella effekten av nya kvantitativa krav för likviditetsförvaltning måste den nuvarande sammansättningen av fondernas portföljer granskas eftersom buffertar kan innebära en benägenhet att välja kortare finansiering och att fondförvaltarna tvingas ändra sin tillgångsallokering. ESRB:s undersökning visar att penningmarknadsfonder i EU redan håller en stor del av sina portföljer i tillgångar med förfall inom en dag och inom en vecka, vilket visas i detalj i

(¹) Enligt en ny regel från SEC (Rule 22e-3), som antogs 2010, får styrelsen för en penningmarknadsfond, efter tillstånd från SEC, avbryta inlösen och likvidera fonden innan fonden slutar hålla det förväntade andelsvärdet ("breaks the buck") eller riskerar att göra det.

(²) Se Europeiska kommissionen (2012), avsnitt 5, som behandlar särskild instrument för likviditetsförvaltning.

tabell 6 i avsnitt III.2 och bild 6. Andelen av dessa likvida tillgångar är högre för fonder med konstant andelsvärde (26 procent respektive 11 procent av deras tillgångar i juni 2012), vilka även har en relativt stor procentuell andel av sina tillgångar i kontanter (närmare 7 procent i juni 2012). Andra penningmarknadsfonder i EU som inte är fonder med konstant andelsvärde har också en relativt stor andel av sina tillgångar i dagliga och veckovisa likvida tillgångar (ungefär 17 procent respektive 5 procent för korta fonder med variabelt andelsvärde och 12 procent respektive 3 procent för andra fonder med variabelt andelsvärde).

ESRB:s dataunderlag har vissa begränsningar eftersom undersökningen inte omfattar alla penningmarknadsfonder och de uppgifter som finns är aggregerade uppgifter och det kan finnas vissa skillnader mellan olika fonder. Undersökningen visar dessutom en bild av när riskversionen var hög. Resultaten av undersökningen stämmer dock överens med andra observationer från tillsynsmyndigheter och kreditvärderingsinstitut samt även med feedback från förvaltare avseende deras likviditetsförvaltning.

IV.4 Rekommendation C – Offentliggörande

Kommissionen rekommenderas säkerställa att den relevanta EU-lagstiftningen:

- erfordrar att penningmarknadsfonder, även i sitt marknadsföringsmaterial, specifikt ska göra investerarna uppmärksamma på avsaknaden av en kapitalgaranti och risken att förlora kapitalet,*
- erfordrar att penningmarknadsfonder offentliggör information om eventuell förekomst av stöd från garantier eller möjligheten till sådant stöd eller skydd endast såvida detta stöd är ett fast åtagande, vilket i sådant fall måste redovisas i garantens redovisning och i tillsynskraven,*
- erfordrar att penningmarknadsfonder offentliggör sina värderingsprinciper, särskilt avseende användningen av redovisning av upplupna anskaffningskostnader samt lämna lämplig information till investerarna avseende tillämpliga förfaranden för inlösen i stressituationer.*

IV.4.1 Ekonomiska grunder

Penningmarknadsfonder anses för det mesta vara investeringar med låg risk. Den uppfattningen kan bidra till risk för uttagsanstormningar om fonden inte lyckas leva upp till dessa förväntningar. Det är tänkt att offentliggörande av information ska säkerställa att investerare i penningmarknadsfonder är medvetna om egenskaperna i dessa produkter, vilket torde minska denna risk. Detta krav på offentliggörande är helt i linje med Ioscós rekommendationer 13 och 14, även om det går lite utöver detta krav genom att begära att all offentlig information om förekomst av stöd från garantier eller möjligheten till sådant stöd endast får ske såvida detta stöd är ett fast åtagande från garanten.

Som diskuterats i avsnitt II.2, bidrar antagandet av implicit och godtyckligt garantistöd till instabilitet i systemet. Fondportföljer och policy för inlösen ska därför vara strukturerade på sådant vis att inget garantistöd avses. I annat fall måste avsikten att förlita sig på garantistöd vara tydligt, fullt ut internaliserat av garanten och föremål för lagstadgade kapitalkrav i enlighet med vad som beskrivits i rekommendation A.

Produktbeskrivningen ska förklara för investerarna vilka förfaranden som finns för värdering av instrumenten, inklusive information om användningen av redovisning av upplupna anskaffningskostnader, vilka antaganden som ligger bakom denna värderingsmetod och vilka risker som hänger samman därmed. Investerarna ska även vara medvetna om vilka förfaranden som kan användas i lägen av marknadsstress eller i lägen där det förekommer omfattande begäranden om inlösen och som kan påverka investerarnas möjlighet till inlösen (se även rekommendation B, punkt 3). Denna information om produkttegenskaper bör göra det möjligt för investerare att fatta välinformerade investeringsbeslut och minska risken för negativt urval.

IV.4.2 Bedömning

Adekvat information om penningmarknadsfonders egenskaper torde minska risken för negativt urval och uttagsanstormningar och följaktligen minska systemriskerna. Sett ur investerarnas synvinkel är detta också viktigt för att kunna fatta välinformerade beslut. På aggregerad basis riktar sig verksamheten i europeiska penningmarknadsfonder huvudsakligen mot institutionella investerare. Denna typ av investerare är för det mesta redan välinformerade om riskerna med penningmarknadsfonder. Privata investerare har förmodligen mycket mindre kunskap och dessa utgör i vissa medlemsländer den stora massan av penningmarknadsfondernas investeringsbas och skulle följaktligen vara de främsta att dra nytta av bättre rapportering. Adekvat information skulle framför allt hjälpa de privata investerarna att förstå att penningmarknadsfonder inte är riskfria. Som resultat av bättre information kan vissa investerare komma att föredra ett alternativt instrument för likviditetshantering framför en penningmarknadsfond. När det gäller privata investerare kommer detta alternativ sannolikt att bestå i traditionell bankinlåning och inte någon investering i en annan verksamhet i skuggbanksystemet. Slutligen kommer kravet att i offentliggörande av information endast nämna stöd från garantier i de fall detta innebär ett fast åtagande från garanten att öka transparensen och öka de täta kopplingarna i det finansiella systemet, minska systemriskerna relaterade till implicit och diskretionärt stöd från garantier.

Vissa av kraven på offentliggörande av information som krävs i denna rekommendation täcks redan av EU-lagstiftning (t.ex. fondföretagsdirektivet och omfattas i CESR/Esma's riktlinjer) men en del av offentliggörandet eller rapporteringen kan ha reviderats, vilket skulle resultera i ytterligare kostnader för penningmarknadsfonderna för att uppfylla efterlevnads-kriterierna. Inga större kostnader beräknas uppstå för tillsynsmyndigheterna.

IV.5 Rekommendation D – Rapportering och informationsutbyte

1. **Kommissionen rekommenderas säkerställa att den relevanta EU-lagstiftningen:**
 - a) *erfordrar att alla fall av stöd från garantier ska rapporteras av penningmarknadsfonden eller dessa förvaltare samt av garanten, om det kan påverka priset på penningmarknadsfonden. Rapporteringen ska ske till de behöriga tillsynsmyndigheterna och innehålla en fullständig beskrivning av typen och storleken av detta stöd,*
 - b) *förbättrar penningmarknadsfondernas regelbundna rapportering,*
 - c) *säkerställer att de behöriga nationella tillsynsmyndigheterna i förekommande fall ska dela med sig av informationen i punkterna a och b till andra tillsynsmyndigheter inom samma medlemsstat, de europeiska tillsynsmyndigheterna och ESRB.*
2. **Kommissionen rekommenderas främja utvecklingen av harmoniserad rapportering och en harmoniserad minsta uppsättning verktyg i enlighet med vad som anges i punkt 1 b, samt organisationen av informationsutbyte som anges i punkt 1 c.**

IV 5.1 Ekonomiska grunder

Även om penningmarknadsfonder med variabelt andelsvärde inte är skyldiga att upprätthålla det nominella värdet och trycket avseende stöd från garantier inte är detsamma som för fonder med konstant andelsvärde var det troligen också föremål för likviditetsrestriktioner och konfronterades med bristande marknadslikviditet under krisen. Som resultat därav kan även de ha förlitat sig på stöd från sin förvaltning/ledning eller moderbolag. Det finns dock i dagsläget ingen konkret information i Europa om sådant stöd, vare sig för penningmarknadsfonder med konstant andelsvärde eller för fonder med variabelt andelsvärde, särskilt som det kan ta sig uttryck i många olika former och därför inte nödvändigtvis syns tydligt i balansräkningar och resultaträkningar för den som rapporterar. I ESRB:s undersökning fanns en fråga om stöd från garantier men endast allmänna indikationer lämnades av fonderna som "trading" eller "utan åtgärd". Kravet att använda fonder med variabelt andelsvärde tillsammans med kravet att inte förlita sig på implicit garantistöd utesluter inte sådant stöd i extrema marknadssituationer i framtiden.

I syfte att möjliggöra för myndigheterna att övervaka de risker som är förknippade med sådant stöd ska alla former av direkt eller indirekt garantistöd, oberoende av typ, rapporteras av penningmarknadsfonden eller dess förvaltare till den behöriga tillsynsmyndigheten. Detta gäller även för värdepappersföretag i krisbolag. Eftersom sådant stöd kan öka sammanlänkningen i det finansiella systemet och på så vis bidra till systemrisker bör denna information även delas med andra berörda myndigheter (inhemska, utländska eller europeiska).

Med utgångspunkt i den befintliga statistiken över penningmarknadsfonder och engångsundersökningen framkommer tydligt att de uppgifter om den europeiska penningmarknadsfondbranschen som samlas in kan förbättras ytterligare. Penningmarknadsfonder är ett viktigt verktyg som bidrar till en väl fungerande penningmarknad i Europa. Både nationella och europeiska regleringsmyndigheter borde därför ha tillgång till detaljerad information om dessa fonder för att identifiera trender i ett tidigt skede. Nationella centralbanker samlar redan in information om penningmarknadsfonder men det vore lämpligt att överväga om den informationen kunde delas med nationella tillsynsmyndigheter för tillsynsändamål.

Regelbunden rapportering bör minst omfatta en tillräckligt detaljerad uppdelning av penningmarknadsfonders tillgångar och skulder i syfte att möjliggöra för myndigheterna att övervaka fondens likviditetspositioner och arten och kvaliteten på de underliggande tillgångarna. I de fall redovisning av upplupet anskaffningsvärde fortfarande används bör lagstiftarna ha tillgång till regelbunden information om i vilken utsträckning denna värderingspraxis fortfarande används och i vilka fall. Ifall modellen med konstant andelsvärdefortfarande används måste en regelbunden rapportering även innehålla detaljerad information om fonder med konstant andelsvärde, inklusive information om deras skuggpriser.

Mer detaljerad information skulle möjliggöra för myndigheterna att bättre förstå utvecklingen i penningmarknadsfondbranschen och att identifiera riskkällorna. Ur ett makrotillsynsperspektiv måste denna detaljinformation finnas tillgänglig både på aggregerad nivå för penningmarknadsfondbranschen och för enskilda penningmarknadsfonder.

IV.5.2 Bedömning

Det behövs en noggrann övervakning av penningmarknadsfonders tillgångar och investerarsammansättning, likviditetsposition, värderingsprinciper och eventuellt stöd från garantier för att kunna identifiera ackumulering av risker och kopplingar mellan penningmarknadsfonder och det finansiella systemet. Det är därför en förutsättning för att vidta några preventiva åtgärder för att bemöta potentiella systemrisker. Krav på regelbunden rapportering av skuggpriser kommer att öka förvaltarnas kännedom om att nationella tillsynsmyndigheter håller koll på den här frågan. Detta beräknas få disciplinära effekter vad gäller möjliga avvikelser från skuggpriser i förhållande till andelsvärdet och användningen av stöd från garantier.

De nackdelarna med stärkt rapportering utgörs av kostnader för de förfaranden som ska implementeras i de förvaltande företagen och i tillsynsmyndigheterna. Allt arbete som avser utökad rapportering av penningmarknadsfonder bör beakta vilken rapportering som penningmarknadsfonderna redan ska göra och ta hänsyn till proportionalitetsprincipen, vilket kommer att minska kostnaderna. Det kan särskilt påpekas att ECB:s datainsamling över MFI-balansräkningsstatistik

(där penningmarknadsfonder ingår) redan innehåller ingående information om penningmarknadsfonders tillgångar och skulder (se förordning ECB/2008/32). Denna rapportering har tagits fram för penningpolitiska syften och täcker möjligen inte fullt ut de uppgifter som behövs för finansiell stabilitet.

IV.6 Uppföljning

IV.6.1 Tidsplan

Kommissionen ska rapportera till ESRB och rådet om åtgärder som vidtagits med anledning av dessa rekommendationer, eller på lämpligt sätt motivera eventuell passivitet senast de datum som anges nedan.

- Senast den **30 juni 2013** ska kommissionen lämna en interimrapport till ESRB. Rapporten ska innehålla en första bedömning av effekterna av genomförande av dessa rekommendationer.
- Senast den **30 juni 2014** ska kommissionen lämna en slutrapport till ESRB och till rådet om andra steget i genomförandet av dessa rekommendationer.

IV.6.2 Uppfylldekriterier

Följande allmänna uppfylldekriterier har fastställts för **rekommendationerna A till D**.

- Syftet med rekommendationerna är också ett korrekt och konsekvent genomförande av relevanta Iosco-rekommendationer om penningmarknadsfonder.
- Kommissionen kan begära rådgivning från europeiska tillsynsmyndigheter – i synnerhet Esma – rörande genomförandet av ESRB:s rekommendationer och kan, i avsikt att säkerställa en harmoniserad tillämpning av dem, begära att de tar fram de tekniska standarder, riktlinjer och rekommendationer som behövs (inklusive mallar för rapportering och för hur uppgifterna ska offentliggöras – hänsyn ska tas till existerande krav på rapportering och offentliggörande).
- ESRB:s rekommendationer riktar sig till företag för kollektiva investeringar baserade i EU som erbjuds/säljs till investerare i syfte att bevara kapital, tillhandahålla daglig likviditet och en målavkastning i linje med penningmarknadsräntorna. De riktar sig särskilt till fonder som beskrivs eller säljs som penningmarknadsfonder eller som har penningmarknadsfonders egenskaper (dvs. som syftar till att bevara kapitalvärdet samt som har dagliga inlöseningen och penningmarknadsräntor) eller fonder som säljs på ett sätt som ger det intrycket (t.ex. som säljs som likviditetsfonder eller fonder med kort löptid).

För **rekommendation A** har följande uppfylldekriterier fastställts:

- Penningmarknadsfonder bör erfordras ha ett variabelt nettoandelsvärde. Framför allt bör avrundning av aktiepriser till närmaste enhet förbjudas. Det skulle behövas en övergångsordning för en övergång till ett variabelt andelsvärde. Det rekommenderas därför att ha en tillräckligt lång övergångsperiod för befintliga penningmarknadsfonder, under vilken det konstanta andelsvärdet kan behållas för att ge utrymme för de anpassningar som behövs. Övergångsperioden för befintliga fonder med konstant nettoandelsvärde skulle kunna vara minst två år efter den slutgiltiga publiceringen av gällande bestämmelser. Penningmarknadsfonderna bör tillkännages i god tid innan kravet införs och ingående förklara dess effekter innan ändringen genomförs.
- Rekommendation A innebär inte ett fullständigt förbud mot redovisning av upplupet anskaffningsvärde. Redovisning av upplupet anskaffningsvärde bör dock endast tillåtas i de fall det bedöms möjliggöra en lämplig uppskattning av priset på instrumentet.
- Om användningen av redovisning av upplupet anskaffningsvärde fortgår bör restriktioner införas vad avser instrumentets återstående löptid i syfte att minska risken för skillnader mellan dess pris och det upplupna anskaffningsvärdet. När sådana restriktioner införs bör man noga beakta vilka löptidsprofiler som tillgångarna i penningmarknadsfonder i EU har.

För **rekommendation B** har följande uppfylldekriterier fastställts.

- För att definiera storleken på och sammanställningen av minimibuffertarna för likvida tillgångar ska nedanstående punkter tas i beaktande:
 - a) En avvägning mellan storleken på de buffertar som ska åläggas och typen av tillgångar som ska betraktas som giltiga,
 - b) Både minimibelopp för dagliga och veckovisa likvida tillgångar ska fastställas.
 - c) För att minska fondens beroende av likviditet på den sekundära marknaden ska definitionen av likvida tillgångar (förutom kontanter) främst avse återstående löptid, följaktligen ska instrument som definieras som dagliga och veckovisa tillgångar ha en återstående löptid inom en respektive fem bankdagar.

- d) Vid fastställandet av buffertarna ska hänsyn tas till riskerna i samband med eventuella valfria löptider för tillgångarna. Dessa alternativ kan baseras på olika parametrar, inklusive metoder för med riskexponering för motparten såsom säljbara (t.ex. värdepapper med säljoptioner), annulleringsbara (t.ex. annulleringsbara optioner), inlösningsbara (t.ex. "re-callable" repotekniker).
 - e) Övriga effekter av täta kopplingar, främst med banksektorn, vilka kan påverka tillgången till tillgångar som är godtagbara för likviditetsbuffertarna.
- Penningmarknadsfonder bör erfordras justera sina innehav för minimibuffertar av likvida tillgångar beroende på profil och investerarbass.
 - De ska genomföra regelbundna stresstester, baserade på olika negativa scenarier, både fondspecifika och allmänna, som kan påverka deras likviditetsprofil.
 - Penningmarknadsfonder ska ha beredskapsplaner för perioder av påfrestningar.
 - De ska ha erforderliga verktyg för att hantera exceptionella begäranden om inlösen från investerare.

För **rekommendation C** har följande uppfyllandekriterier fastställts.

- Den produktinformation som används av penningmarknadsfonder ska göra investerarna uppmärksamma på avsaknaden av en kapitalgaranti och risken att förlora kapitalet.
- Informationen ska vidare förklara för investerarna vilka förfaranden som finns för värdering av instrumenten, inklusive information om användningen av redovisning av upplupna anskaffningskostnader, vilka antaganden som ligger bakom denna värderingsmetod och vilka risker som hänger samman därmed.
- Information från penningmarknadsfonderna avseende eventuell förekomst av stöd från garantier eller möjligheten till sådant stöd eller skydd ska endast få förekomma om detta stöd är ett fast åtagande, vilket i sådant fall måste redovisas i garantens redovisning och i tillsynskraven.
- Investerarna ska informeras om vilka förfaranden som kan användas i lägen av marknadsstress eller i lägen där det förekommer omfattande begäranden om inlösen och som kan påverka deras möjlighet till inlösen.

För **rekommendation D** har följande uppfyllandekriterier fastställts.

- Alla fall av stöd från garantier ska rapporteras av penningmarknadsfonden eller dessa förvaltare samt av garanten, om det kan påverka priset på penningmarknadsfonden. Rapporteringen ska göras till de behöriga tillsynsmyndigheterna och innehålla en fullständig beskrivning av typen och storleken av detta stöd.
- Regelbunden rapportering av penningmarknadsfonder till tillsynsmyndigheter eller centralbanker bör minst omfatta en tillräckligt detaljerad uppdelning av penningmarknadsfondens tillgångar och skulder i syfte att möjliggöra för myndigheterna att övervaka fondens likviditetspositioner och arten och kvaliteten på de underliggande tillgångarna.
- Ifall penningmarknadsfonden fortfarande använder modellen med konstant andelsvärde måste en regelbunden rapportering även innehålla detaljerad information om fonder med konstant andelsvärde, inklusive information om deras skuggpriser.
- Ifall penningmarknadsfonden fortfarande använder modellen med redovisning av upplupet anskaffningsvärde bör lagstiftarna ha tillgång till regelbunden information om i vilken utsträckning denna värderingspraxis fortfarande används och i vilka fall.
- Åtgärder bör vidtas för att främja utvecklingen av en harmoniserad rapportering och en harmoniserad minsta uppsättning verktyg för penningmarknadsfonder, som även ska kunna användas för tillsynssyften, omfattande de tidigare angivna punkterna. Samtliga av dessa åtgärder ska beakta vilken rapportering som penningmarknadsfonderna redan ska göra, t.ex. monetära finansinstituts rapportering av balansräkningar (ECB/2008/32).
- Det ska säkerställas att det inte föreligger några hinder för utbyte av denna tidigare nämnda information mellan tillsynsmyndigheter och centralbanker, vare sig det rör sig om nationell, gränsöverskridande eller europeisk nivå.

IV.6.3 Information om uppföljning

Interimsrapporten som ska inlämnas senast den 30 juni 2013 ska som minimum innehålla:

- a) Information om vilka lagförslag kommissionen inlett respektive planerat som svar på dessa rekommendationer,
- b) Information om vilka åtgärder kommissionen har vidtagit gentemot tillsynsmyndigheterna som svar på dessa rekommendationer,
- c) En indikativ tidsplan för när de åtgärder som redan föreslagits eller planerats av kommissionen som svar på dessa rekommendationer ska träda i kraft,

- d) En bedömning av de samlade effekterna av de åtgärder som redan föreslagits eller planerats av kommissionen som svar på dessa rekommendationer,
- e) En ingående motivering till varför man avstått från att vidta åtgärder eller gjort avsteg från dessa rekommendationer.

Slutrapporten som ska inlämnas senast den 30 juni 2014 ska som minimum innehålla:

- a) Information om lagstiftningsprocessen efter de lagförslag som inlets av kommissionen som svar på dessa rekommendationer,
 - b) Information om de åtgärder som vidtagits av kommissionen gentemot tillsynsmyndigheter som svar på dessa rekommendationer,
 - c) En indikativ tidsplan för när de åtgärder som redan föreslagits av kommissionen som svar på dessa rekommendationer ska träda i kraft,
 - d) En bedömning av de samlade effekterna av de åtgärder som föreslagits av kommissionen som svar på dessa rekommendationer,
 - e) En ingående motivering till varför man avstått från att vidta åtgärder eller gjort avsteg från dessa rekommendationer.
-

LITTERATUR

- Ansidei, J., Bengtsson, E., Frison, D. and Ward, G. (2012), *Money market funds in Europe and financial stability*, ESRB Occasional Paper, No. 1, June.
- Baba, N., McCauley, R.N. and Ramaswamy, S. (2009), *US dollar money market funds and non-US banks*, *BIS Quarterly Review*, March, pp. 65–81.
- Basel Committee on Banking Supervision (2010), *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, December (rev June 2011).
- Brady, S. A. (2012), *The stability of prime money market mutual funds: sponsor support from 2007 to 2011*, Federal Reserve Bank of Boston, Working paper RPA 12-3, 13 August.
- Committee of European Securities Regulators (2010), *CESR's guidelines on a common definition of European money market funds*, 19 May.
- Committee of European Securities Regulators (2007), *CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS*. March.
- Duygan-Bump, B., Parkinson, P., Rosengren, E., Suarez, G. A. and 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*, forthcoming.
- European Central Bank (2008), *Regulation (EC) No 25/2009 of the ECB of 19 December 2008 concerning the balance sheet of the monetary financial institutions sector (Recast) (ECB/2008/32)*, OJ L 15, 20.1.2009, p. 14.
- European Commission (2012), *Green paper on shadow banking*, 19 March.
- European Commission (2012), *Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) – product rules, liquidity management, depository, money market funds, long-term investments*, Consultation document, 26 July.
- European Parliament (2012), *Report on shadow banking*, Committee on Economic and Monetary Affairs, 25 October.
- European Securities and Market Authority (2012), *Questions and answers – a common definition of European money market funds*, 20 February.
- European Securities and Market Authority (2012), *Guidelines on ETFs and other UCIT issues – consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements*, 25 July.
- Financial Stability Board (2012), *Strengthening oversight and regulation of shadow banking – an integrated overview of policy recommendations*, Consultative document, 18 November.
- Financial Stability Board (2011), *Shadow banking: scoping the issues*, 12 April.
- Financial Stability Oversight Council (2012), *Proposed recommendations regarding money market mutual fund reform*, November.
- FitchRatings (2012), *European money market funds: trends in MMF portfolios*, November.
- Gordon, J.N. and Gandia, C.M. (2012), *Money market funds run risk: will floating net asset value fix the problem?*, Columbia Law and Economics Working Paper, nr. 426, 23 September.
- Gorton, G. and Metrick, A. (2010), *Regulating the shadow banking system*, *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *Code of practice*.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *A comparison of money market fund ratings*, 19 June.
- International Organization of Securities Commissions (2012), *Money market fund systemic risk analysis and reform options*, Consultation Report, 27 April.
- International Organization of Securities Commissions (2012), *Policy recommendations for money market funds*, 9 October.
- Kacperczyk, M. and Schnabl, P. (2012), *How safe are money market funds?*, draft, April 2012.
- McCabe, P.E. (2010), *The cross section of money market fund risks and financial crises*, Working Paper 2010-51, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, September.

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

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

President's Working Group on Financial Markets (2010), *Money market fund reform options*, October.

Rosengren, E.S (2012), *Money market mutual funds and financial stability*, Remarks at the Federal Reserve Bank of Atlanta's 2012 Financial Markets Conference, 11 April.

Scharfstein, D.S. (2012), *Perspectives on money market mutual fund reforms*, Testimony before U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, 21 June.

Scott, H.S. (2012), *Interconnectedness and contagion*, 20 November.

Securities and Exchange Commission (2010), *Money Market Fund Reform*, Investment Company Act Release No. IC-29132, 75 Fed. Reg. 10600, 10062, 4 March.

Securities and Exchange Commission (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, June 7.

Squam Lake Group (2011), *Reforming money market funds*, 14 January.
