

## I

(Rezoluții, recomandări și avize)

## RECOMANDĂRI

## COMITETUL EUROPEAN PENTRU RISC SISTEMIC

## RECOMANDAREA COMITETULUI EUROPEAN PENTRU RISC SISTEMIC

din 20 decembrie 2012

privind fondurile de piață monetară

(CERS/2012/1)

(2013/C 146/01)

CONSILIUL GENERAL AL COMITETULUI EUROPEAN PENTRU RISC SISTEMIC,

având în vedere Regulamentul (UE) nr. 1092/2010 al Parlamentului European și al Consiliului din 24 noiembrie 2010 privind supravegherea macroprudențială la nivelul Uniunii Europene a sistemului financiar și de înființare a unui Comitet european pentru risc sistemic <sup>(1)</sup>, în special articolul 3 alineatul (2) literele (b), (d) și (f) și articolele 16-18,

având în vedere Decizia CERS/2011/1 a Comitetului european pentru risc sistemic din 20 ianuarie 2011 de adoptare a Regulamentului de procedură al Comitetului european pentru risc sistemic <sup>(2)</sup>, în special articolul 15 alineatul (3) litera (e) și articolele 18-20,

întrucât:

(1) Fondurile de piață monetară (FPM), deși fac obiectul reglementărilor aplicabile piețelor valorilor mobiliare, reprezintă o componentă cheie a sistemului bancar paralel, în special deoarece procedează la transformarea scadențelor și a lichidității, prin urmare putând prezenta risc sistemic.

(2) Investitorii pot percepe FPM, în special fondurile cu valoare a activelor nete constantă care urmăresc să mențină o valoare nominală invariabilă, ca alternative sigure la depozitele bancare. Cu toate acestea, FPM nu au acces direct la un dispozitiv public de securitate, precum finanțarea de către banca centrală și garantarea depozitelor. Prin urmare, există un risc de confuzie cu depozitele bancare care beneficiază de un asemenea dispozitiv de siguranță.

(3) De regulă, FPM nu beneficiază de mecanisme explicite și ferme de sprijin din partea companiilor-sponsor ale acestora, adesea bănci, deși au existat cazuri în care companiile sponsor au sprijinit în mod activ, *ex post*, FPM aflate în dificultate pe o bază discreționară.

(4) Studiile economice oferă dovezi potrivit cărora comportamentul și natura FPM le fac vulnerabile la retrageri masive destabilizatoare ale investitorilor, care se pot propaga rapid de la un fond la altul, afectând lichiditatea și disponibilitatea creditului pe termen scurt, în special pentru bănci. Riscul unor retrageri masive ale investitorilor poate fi mai ridicat pentru fondurile cu valoare a activelor nete constantă atunci când există o percepție conform căreia acestea nu s-ar ridica la așteptările investitorilor cu privire la răscumpărarea la valoarea nominală.

(5) Deși FPM nu au determinat criza financiară din 2007-2008, activitatea acestora din perioada turbulențelor financiare a evidențiat potențialul acestora de a propaga sau chiar amplifica o criză. Experiența crizei din 2007-2008 a arătat că FPM pot fi vulnerabile la retrageri masive ale investitorilor și pot necesita sprijinul companiilor-sponsor, în special pentru a le menține valoarea activelor nete constantă.

(6) Prin urmare, riscurile sistemice potențiale generate de FPM sunt legate de avantajul investitorului „care acționează primul” (*first-mover advantage*), relevant în special pentru fondurile cu valoare a activelor nete constantă, natura implicită și discreționară a sprijinului acordat de companiile-sponsor, precum și interconectarea ridicată a FPM cu restul sistemului financiar, în special bănci și piețe monetare.

(7) În urma unei evaluări a cauzelor crizei financiare recente, mai multe autorități de reglementare naționale și organizații internaționale au semnalat necesitatea unor

<sup>(1)</sup> JO L 331, 15.12.2010, p. 1.

<sup>(2)</sup> JO C 58, 24.2.2011, p. 4.

reforme structurale ale FPM. La 27 octombrie 2011, Consiliul pentru stabilitate financiară (CSF) a publicat un set de recomandări inițiale pentru consolidarea supravegherii și reglementării sistemului bancar paralel. În special, CSF a identificat ca aspecte esențiale care trebuie abordate reorientarea obligatorie către o valoare variabilă a activelor nete, cerințe de capital și lichiditate pentru fondurile cu valoare a activelor nete constantă și alte abordări normative posibile.

- (8) În urma unei cereri a CSF, Organizația Internațională a Comisiilor de Valori Mobiliare (*International Organization of Securities Commissions — IOSCO*) a emis la 9 octombrie 2012 recomandări pentru atenuarea vulnerabilității FPM la retrageri masive ale investitorilor. Deși o parte substanțială a acestor recomandări IOSCO a fost deja abordată la nivelul Uniunii Europene, mai există lacune.
- (9) Autoritățile de reglementare din SUA au revizuit cadrul pentru FPM. În special, Securities and Exchange Commission (SEC) și-a revizuit Regula 2a-7. În plus, la 13 noiembrie 2012, Consiliul de supraveghere a stabilității financiare (*Financial Stability Oversight Council — FSOC*) a publicat propunerile de recomandări privind reforma fondurilor mutuale de piață monetară (*Proposed Recommendations Regarding Money Market Mutual Fund Reform*) în vederea unei consultări publice.
- (10) În mai 2010, Comitetul autorităților europene de reglementare a piețelor valorilor mobiliare a publicat orientări privind o definiție comună a „FPM” europene, pentru a stabili standarde comune noi destinate corectării deficiențelor identificate în perioada crizei financiare. În special, orientările impun standarde stricte în ceea ce privește calitatea și scadența portofoliilor, gestionarea riscurilor și raportarea datelor. Aceste orientări fără caracter obligatoriu se adresează atât FPM care fac obiectul reglementărilor OPCVM, cât și celor care nu fac obiectul acestor reglementări, și au fost puse în aplicare de statele membre la nivel național.
- (11) Comisia Europeană și-a anunțat intenția de a elabora noi măsuri legislative aplicabile la nivelul Uniunii Europene cu privire la OPCVM, analizând în special necesitatea unor reglementări armonizate și mai detaliate cu privire la FPM<sup>(1)</sup>.
- (12) În conformitate cu Regulamentul (UE) nr. 1092/2010, Comitetul european pentru risc sistemic (CERS) poate adresa Comisiei recomandări referitoare și la legislația relevantă a Uniunii. Aceste recomandări sunt menite să ofere orientări în acest sens Comisiei, precum și AEVMP în temeiul rolului său consultativ și de reglementare.
- (13) Deși retrageri masive ale investitorilor se pot produce în cazul tuturor tipurilor de fonduri care au necorelări ale scadențelor sau lichidității, fondurile cu valoare a activelor nete constantă au caracteristici care sugerează

că un investitor ar putea urmări să obțină avantajul „celui care acționează primul” în perioade caracterizate de tensiuni pe piețele financiare. O conversie la fonduri cu valoare a activelor nete variabilă ar putea reduce impulsul acționarilor de a se retrage masiv atunci când fondul înregistrează o pierdere modestă și, de asemenea, ar putea mări transparența prețurilor. De asemenea, poate contribui la abordarea riscurilor sistemice aferente interconectării FPM cu companiile-sponsor și poate reduce necesitatea și importanța sprijinului din partea sponzorilor.

- (14) O utilizare generală de către FPM a contabilității pe baza valorii juste și utilizarea doar în circumstanțe limitate a înregistrării în contabilitate la cost amortizat vor oferi investitorilor transparență la nivelul prețurilor, vor îmbunătăți înțelegerea de către investitori a riscurilor inerente acestor FPM și vor face mai clară diferența dintre FPM și depozitele bancare.
- (15) Activele lichide ajută FPM să satisfacă solicitările de răscumpărare ale acționarilor și să evite vânzarea activelor în pierdere la prețuri de lichidare (*fire sales*), precum și efectele de contagiune pentru alte fonduri care dețin valori mobiliare similare. În consecință, valorile minime explicite ale activelor lichide zilnice și săptămânale vor garanta că FPM vor putea satisface solicitări de răscumpărare potențial semnificative venite din partea investitorilor și vor manifesta rezistență în perioadele de volatilitate pe piață. Instrumente eficiente pentru tratarea problemelor de lichiditate, precum suspendările temporare ale răscumpărărilor, vor ajuta FPM în a face față perioadelor de tensiune.
- (16) Publicarea suplimentară de către FPM a unor aspecte importante, precum absența garanțiilor de recuperare a capitalului, sprijinul din partea companiilor-sponsor și practicile de evaluare, vor garanta că investitorii sunt în mod clar conștienți de riscurile existente.
- (17) Raportarea de informații mai detaliate de către FPM ar permite autorităților de supraveghere să înțeleagă mai bine evoluțiile din cadrul sectorului FPM și să identifice sursele de risc. Prin urmare, raportarea periodică de către FPM ar trebui în continuare îmbunătățită, în special în ceea ce privește compoziția activelor și pasivelor acestora, utilizarea înregistrării în contabilitate la cost amortizat și sprijinul din partea sponzorilor. Informațiile relevante ar trebui puse de către autoritatea națională de supraveghere competentă la dispoziția altor autorități naționale și europene relevante.
- (18) În conformitate cu considerentul 29 din Regulamentul (UE) nr. 1092/2010, observațiile părților interesate relevante din sectorul privat au fost luate în considerare la elaborarea prezentei recomandări.
- (19) Prezenta recomandare nu aduce atingere mandatelor privind politica monetară ale băncilor centrale din Uniune.

<sup>(1)</sup> *Consultation on Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments* (Consultare cu privire la regulile privind produsele, gestionarea lichidității, depozitar, fonduri de piață monetară, investiții pe termen lung), 26 iulie 2012.

(20) Recomandările CERS sunt publicate după informarea Consiliului Uniunii Europene cu privire la intenția Consiliului general de a emite aceste recomandări și după ce Consiliul a avut posibilitatea de a reacționa în acest sens,

ADOPTĂ PREZENTA RECOMANDARE:

#### SECȚIUNEA 1

##### RECOMANDĂRI

#### Recomandarea A — Trecerea obligatorie la valoarea activelor nete variabilă

Se recomandă Comisiei să asigure că legislația relevantă a Uniunii Europene:

1. prevede ca fondurile de piață monetară (FPM) să aibă o valoare a activelor nete fluctuantă;
2. prevede ca FPM să generalizeze utilizarea evaluării la valoarea justă și să restricționeze utilizarea înregistrării în contabilitate la cost amortizat la un număr limitat de situații predefinite.

#### Recomandarea B — Cerințe de lichiditate

Se recomandă Comisiei să asigure că legislația relevantă a Uniunii:

1. completează cerințele de lichiditate existente pentru FPM prin impunerea unor volume minime explicite de active lichide zilnice și săptămânale pe care FPM trebuie să le dețină;
2. consolidează responsabilitatea administratorilor fondurilor în ceea ce privește monitorizarea riscului de lichiditate;
3. asigură că autoritățile naționale de supraveghere și administratorii fondurilor dispun de instrumente eficiente, de exemplu, suspendarea temporară a răscumpărărilor, pentru a face față problemelor de lichiditate în perioade caracterizate de tensiuni determinate atât de evoluțiile specifice la nivel de fond, cât și de evoluțiile de pe piață.

#### Recomandarea C — Publicarea informațiilor

Se recomandă Comisiei să asigure că legislația relevantă a Uniunii:

1. impune informarea specifică de către FPM, inclusiv în materialele de marketing, care să atragă atenția investitorilor asupra absenței unor garanții de recuperare a capitalului și asupra posibilității de a pierde principalul;
2. impune ca FPM să publice informații privind existența unui sprijin potențial din partea sponsorilor sau privind capacitatea de a beneficia de sprijin sau de protecție, numai în cazul în care acest sprijin sau această protecție reprezintă un angajament ferm din partea sponsorului, situație care trebuie recunoscută în conturile sponsorului și în cerințele prudentiale;

3. impune ca FPM să își publice practicile de evaluare, în special în ceea ce privește utilizarea înregistrării în contabilitate la cost amortizat, și să furnizeze informații corespunzătoare investitorilor privind procedurile de răscumpărare aplicabile în perioadele caracterizate de tensiuni.

#### Recomandarea D — Raportarea și schimbul de informații

1. Se recomandă Comisiei să asigure că legislația relevantă a Uniunii:

(a) prevede ca fondul sau administratorul de fond și sponsorul să raporteze autorității naționale de supraveghere competente situațiile de sprijin din partea sponsorilor care ar putea avea un impact asupra prețului FPM în cauză, furnizând, de asemenea, o descriere completă a naturii și dimensiunii sprijinului;

(b) consolidează raportarea periodică de către FPM;

(c) asigură că autoritățile naționale de supraveghere competente comunică, după caz, informațiile menționate la literele (a) și (b) altor autorități naționale de supraveghere din același stat membru sau din alte state membre, precum și autorităților europene de supraveghere, membrilor Sistemului European al Băncilor Centrale și CERS.

2. Se recomandă Comisiei să promoveze elaborarea unei raportări armonizate și a unui set armonizat de date astfel cum este menționat la punctul 1 litera (b), precum și organizarea schimbului de informații menționat la punctul 1 litera (c).

#### SECȚIUNEA 2

##### PUNERE ÎN APLICARE

#### 1. Interpretare

1. În sensul prezentei recomandări, se aplică următoarele definiții:

(a) „instituție de credit” înseamnă instituție de credit, astfel cum este definită la articolul 4 alineatul (1) din Directiva 2006/48/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 14 iunie 2006 privind inițierea și exercitarea activității instituțiilor de credit <sup>(1)</sup>;

(b) „autoritate națională de supraveghere” înseamnă autoritatea competentă sau de supraveghere, astfel cum este definită la articolul 1 alineatul (3) litera (f) din Regulamentul (UE) nr. 1092/2010;

(c) „fonduri de piață monetară” înseamnă organisme de plasament colectiv din Uniune, reglementate și supravegheate, al căror obiectiv primar este menținerea principalului fondului, furnizând totodată un randament în concordanță cu ratele dobânzilor pe piețele monetare, prin investiții în instrumente de piață monetară sau depozite la instituții de credit;

<sup>(1)</sup> JO L 177, 30.6.2006, p. 1.

- (d) „fond cu valoare a activelor nete variabilă” înseamnă un fond de piață monetară care nu încearcă să mențină o valoare nominală invariabilă și a cărui valoare a activelor nete, prin urmare, fluctuează. În general, activele sale sunt evaluate la valoarea justă;
- (e) „fond cu valoare a activelor nete constantă” înseamnă un fond de piață monetară care încearcă să mențină o valoare nominală invariabilă. În general, activele sale sunt evaluate pe baza costului amortizat;
- (f) „înregistrare în contabilitate la cost amortizat” înseamnă o metodă contabilă care ia în considerare costul de achiziție al valorii mobiliare și ajustează această valoare pentru amortizarea primelor sau a disconturilor până la scadență.
2. Anexa face parte integrantă din prezenta recomandare. În cazul oricărei neconcordanțe între textul recomandării și textul anexei, textul recomandării are prioritate.

## 2. Criterii de punere în aplicare

1. Aplicarea prezentei recomandări trebuie să țină cont de următoarele criterii:
- (a) prezenta recomandare acoperă toate FPM, astfel cum au fost definite;
- (b) arbitrajul de reglementare ar trebui evitat;
- (c) principiul proporționalității va fi respectat în mod corespunzător în cadrul punerii în aplicare, ținându-se totodată cont de obiectivul și cuprinsul fiecărei recomandări;
- (d) în anexă se prevăd criterii specifice de aplicare a prezentei recomandări.
2. Comisia trebuie să comunice CERS și Consiliului măsurile adoptate ca urmare a prezentei recomandări sau să justifice în mod adecvat lipsa de acțiune. Raportul ar trebui să cuprindă cel puțin:
- (a) informații privind conținutul și calendarul măsurilor luate, inclusiv orice măsuri luate în raport cu autoritățile europene de supraveghere;
- (b) evaluarea modului de funcționare a măsurilor aplicate din perspectiva obiectivelor prezentei recomandări;

- (c) justificarea detaliată a lipsei de acțiune sau a abaterii de la prezenta recomandare, inclusiv a oricăror întâzieri.

## 3. Calendar pentru măsurile aplicate ca urmare a recomandării

1. Se solicită Comisiei să raporteze CERS și Consiliului cu privire la măsurile adoptate ca răspuns la prezentele recomandări sau să justifice în mod adecvat lipsa de acțiune, conform calendarului menționat în continuare:
- (a) se solicită Comisiei ca, până la data de 30 iunie 2013, să transmită CERS un raport intermediar care să includă o primă evaluare a punerii în aplicare a prezentelor recomandări;
- (b) se solicită Comisiei ca, până la data de 30 iunie 2014, să transmită CERS și Consiliului un raport final privind punerea în aplicare a prezentelor recomandări.

2. Consiliul general poate prelungi termenul-limită prevăzut la punctul 1 în cazul în care respectarea uneia sau mai multor recomandări implică inițiative legislative.

## 4. Monitorizare și evaluare

1. Secretariatul CERS:
- (a) oferă asistență Comisiei, inclusiv prin furnizarea de modele relevante și, după caz, de informații detaliate privind modalitățile și calendarul pentru măsurile aplicate ca urmare a recomandării;
- (b) verifică măsurile aplicate de Comisie, inclusiv prin acordarea de asistență la cerere, și prezintă Consiliului general, prin intermediul Comitetului director, rapoarte privind măsurile aplicate.
2. Consiliul general evaluează măsurile și justificările raportate de către Comisie și, după caz, decide dacă prezenta recomandare nu a fost respectată și destinatarul nu a justificat în mod adecvat lipsa de acțiune.

Adoptată la Frankfurt pe Main, 20 decembrie 2012.

Președintele CERS  
Mario DRAGHI

## ANEXĂ LA RECOMANDAREA CERS PRIVIND FONDURILE DE PIAȚĂ MONETARĂ

## CUPRINS

	Pagina
LISTĂ DE ABREVIERI .....	6
SINTEZĂ .....	7
INTRODUCERE .....	8
I. INIȚIATIVE DE REGLEMENTARE RECENTE .....	8
I.1 Inițiative internaționale .....	8
I.2 Inițiative europene .....	9
II. FPM ȘI STABILITATEA FINANCIARĂ .....	10
II.1 Avantajul „celui care acționează primul” .....	10
II.2 Sprijinul din partea sponsorilor .....	11
II.3 Contextul economic actual .....	12
III. STRUCTURA SECTORULUI FPM DIN EUROPA .....	12
III.1 Sfera de aplicare a sondajului ad-hoc al CERS .....	12
III.2 Prezentare generală a activelor FPM .....	14
III.3 Prezentare generală a investitorilor în FPM .....	19
III.4 Concentrarea sectorului .....	21
III.5 Devierea fondurilor de tip CNAV de la paritate .....	22
IV. RECOMANDĂRILE CERS .....	23
IV.1 Domeniul de aplicare al recomandărilor .....	23
IV.2 Recomandarea A — Trecerea obligatorie la valoarea activelor nete variabilă .....	23
IV.2.1 Raționament economic .....	23
IV.2.2 Evaluare .....	26
IV.3 Recomandarea B — Cerințe de lichiditate .....	30
IV.3.1 Raționament economic .....	30
IV.3.2 Evaluare .....	33
IV.4 Recomandarea C — Publicarea informațiilor .....	34
IV.4.1 Raționament economic .....	34
IV.4.2 Evaluare .....	34
IV.5 Recomandarea D — Raportarea și schimbul de informații .....	35
IV.5.1 Raționament economic .....	35
IV.5.2 Evaluare .....	35
IV.6 Măsuri adoptate în urma recomandărilor .....	36
IV.6.1 Calendar .....	36
IV.6.2 Criterii de conformitate .....	36
IV.6.3 Comunicarea privind măsurile adoptate în urma recomandărilor .....	37
REFERINȚE BIBLIOGRAFICE .....	39

## LISTĂ DE ABREVIERI

- AES:** autoritate europeană de supraveghere
- AEVMP:** Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe
- AFA:** administratori ai fondurilor de investiții alternative
- AIF:** altă instituție financiară
- BCE:** Banca Centrală Europeană
- CERS:** Comitetul european pentru risc sistemic
- CESR:** Comitetul autorităților europene de reglementare a piețelor valorilor mobiliare
- CNAV:** valoare a activelor nete constantă
- CSF:** Consiliul pentru stabilitate financiară
- EUR:** euro
- FIA:** fond de investiții alternative
- FPM:** fond de piață monetară
- FPMTS:** fond de piață monetară pe termen scurt
- FSOC:** Consiliul de supraveghere a stabilității financiare
- GBP:** liră sterlină
- IFM:** instituții financiare monetare
- IMMFA:** Asociația fondurilor de piață monetară instituționale
- IOSCO:** Organizația Internațională a Comisiilor de Valori Mobiliare
- mil.:** milion
- NAV:** valoare netă a activelor
- OPC:** organism de plasament colectiv
- OPCVM:** organisme de plasament colectiv în valori mobiliare
- SAFP:** societăți de asigurări și fonduri de pensii
- SEBC:** Sistemul European al Băncilor Centrale
- SEC:** *Securities and Exchange Commission*
- SNF:** societate nefinanciară
- UE:** Uniunea Europeană
- USD:** dolar SUA
- VNAV:** valoare a activelor nete variabilă



## SINTEZĂ

Prezenta anexă oferă documentația justificativă pentru Recomandările CERS care vizează sprijinirea și evaluarea punerii în aplicare în Europa a reformelor CSF privind sistemul bancar paralel în materie de FPM. FPM reprezintă o componentă esențială a sectorului bancar paralel. Similar băncilor, aceste fonduri procedează la transformarea scadenței și a lichidității și pot fi considerate de investitori ca o alternativă sigură la depozitele bancare (în special fondurile de tip CNAV, care urmăresc să mențină o valoare nominală invariabilă). Totuși, deși fac obiectul reglementării titlurilor de valoare, FPM nu sunt supuse cerințelor prevăzute de reglementările bancare, putând fi, în unele cazuri, deosebit de vulnerabile la retrageri masive destabilizatoare ale investitorilor. Prin urmare, FPM ar putea reprezenta o sursă de risc sistemic semnificativ. Un alt risc asociat FPM este reprezentat de sprijinul implicit și discreționar din partea sponsorilor, probabilitatea de a beneficia de sprijin putând fi mai ridicată în cazul fondurilor de tip CNAV.

Pentru a aborda riscurile asociate FPM, au fost adoptate până în prezent diferite inițiative de reglementare la nivel internațional și european, precum recomandările IOSCO din octombrie 2012 și orientările CESR/AEVMP din mai 2010. De asemenea, CSF urmează să formuleze, în luna septembrie 2013, recomandările sale finale cu privire la toate direcțiile de activitate referitoare la sectorul bancar paralel. În Statele Unite, cadrul de reglementare privind FPM ar putea să evolueze în continuare, ca urmare a publicării recomandărilor propuse de FSOC pentru consultare publică în noiembrie 2012. În Europa, se așteaptă publicarea de către Comisia Europeană, în cursul primului trimestru al anului 2013, a unei propuneri legislative de reformare a cadrului OPCVM și FPM. Recomandările CERS și anexa aferentă ar trebui să reprezinte pentru Comisie o sursă de informare în activitatea sa cu privire la acest domeniu important.

### Caracteristicile sectorului FPM din Europa

În vederea evaluării impactului potențial al recomandărilor CERS, s-a realizat un profil detaliat al sectorului FPM din Europa, pornind, printre altele, de la o colectare de date ad-hoc. În Europa, FPM administrează active în valoare de aproximativ 1 000 de miliarde EUR, trei țări (Franța, Irlanda și Luxemburg) având o pondere agregată în totalul activelor FPM de 95 %. Investitorii în FPM din Franța sunt, în principal, investitori naționali, în timp ce investitorii în fondurile din Irlanda și din Luxemburg sunt, în mare parte, investitori nerezidenți. Majoritatea FPM din Europa sunt autorizate să opereze în baza cadrului de reglementare a OPCVM. Primele cinci grupuri care administrează FPM în Europa reprezintă 40 % din întregul sector, iar patru dintre acestea au conexiuni cu mediul bancar.

FPM joacă un rol important pe piețele monetare și, conform estimărilor, dețin aproximativ 25 % din totalul titlurilor de credit pe termen scurt emise în zona euro. Acestea sunt expuse la IFM în proporție de 75 %, în cazul Irlandei fiind vorba, în principal, despre instituții din afara UE. Fondurile din Irlanda și din Luxemburg dețin o cotă importantă din totalul activelor în valute, în principal USD și GBP.

La nivel agregat, FPM din Europa deservesc în principal investitori instituționali, chiar dacă în anumite state acestea constituie, de obicei, produse destinate persoanelor fizice. La rândul lor, IFM sunt investitori importanți în FPM, reprezentând mai mult de 30 % din baza totală de investitori, și manifestă o preferință pentru fondurile de tip CNAV. Există o bază importantă de investitori din afara UE pentru FPM din Europa, cu precădere pentru fondurile de tip CNAV din Irlanda. Gradul de interconectare între FPM și restul sistemului financiar înregistrează în continuare o creștere prin intermediul legăturilor pe care acestea le au cu sponsorii, care sunt de multe ori bănci.

Din totalul activelor administrate ale sectorului, ușor peste 40 % reprezintă investiții ale fondurilor de tip CNAV. Două treimi dintre fondurile de tip CNAV se află în Irlanda, iar o treime, în Luxemburg. De regulă, spre deosebire de fondurile de tip VNAV, aceste fonduri sunt de dimensiuni mult mai mari, au un profil de risc mai conservator, scadențe mai scurte, niveluri de lichiditate mai ridicate și o bază mai mare de investitori din afara UE. În acest sens, ar trebui observat că orientările CESR/AEVMP din 2010 au impus anumite standarde în materie de FPM în ceea ce privește activele eligibile, precum și în ceea ce privește calitatea și scadența acestora. Conform rezultatelor colectării de date de către CERS, aproximativ 27 % dintre fondurile de tip CNAV care au participat la sondaj au înregistrat deviații de peste 10 puncte de bază între valoarea nominală și valoarea de piață a activelor lor într-o perioadă recentă de cinci ani, nefiind indicate situații de sprijin din partea sponsorilor.

### Recomandările CERS

Recomandările CERS sunt similare recomandărilor IOSCO publicate în luna octombrie 2012. În contextul contracțării riscului sistemic, obiectivul esențial al activității IOSCO este de a reduce susceptibilitatea FPM la riscul unor retrageri masive ale investitorilor. Bazându-se, printre altele, pe rezultatele unui exercițiu de colectare specială de date, recomandările CERS sunt completate de o analiză cantitativă și calitativă pentru a determina dacă o schimbare a modelelor de afaceri ca urmare a reformelor ar conduce la o contracție severă a FPM, mai ales într-o perioadă în care acestea au fost deja afectate în mod negativ de un mediu caracterizat prin rate scăzute ale dobânzilor. Recomandările se referă la următoarele patru aspecte specifice.

**Trecerea obligatorie la VNA:** ar trebui să se impună FPM o valoare a activelor nete fluctuantă. În acest fel, caracteristicile de natura investițiilor ale acestora vor fi consolidate, în timp ce caracteristicile de natura depozitelor bancare ale acestora vor fi diminuate. Această cerință va reduce impulsul investitorilor de a se retrage masiv, va mări transparența prețurilor și va diminua gradul de interconectare în cadrul sistemului financiar. FPM li se va solicita în continuare să generalizeze utilizarea evaluării la valoarea justă, în timp ce utilizarea înregistrării în contabilitate la cost amortizat ar trebui să fie restricționată la un număr limitat de situații predefinite.

**Necesarul de lichiditate:** cerințele existente privind lichiditatea ar trebui consolidate prin impunerea unor volume minime explicite de active lichide zilnice și săptămânale pe care FPM ar trebui să le dețină. Este necesară consolidarea responsabilității administratorilor de fonduri de a monitoriza riscul de lichiditate. În cele din urmă, ar trebui implementate instrumente eficiente, de exemplu prin suspendarea temporară a răscumpărărilor, pentru a putea face față problemelor de lichiditate în perioade caracterizate de tensiuni determinate atât de evoluțiile specifice la nivel de fond, cât și de evoluțiile de pe piață.

**Publicarea informațiilor:** materialele de marketing ale FPM ar trebui să atragă atenția investitorilor asupra absenței unor garanții de recuperare a capitalului și asupra posibilității de a pierde principalul. Publicarea de informații care ar da impresia recurgerii la sprijin din partea sponsorilor sau a capacității de a beneficia de un astfel de sprijin ar trebui interzisă, cu excepția cazului în care acest sprijin reprezintă un angajament ferm, situație care trebuie recunoscută în conturile sponsorului și în cerințele prudențiale. În cele din urmă, ar trebui incluse o descriere a practicilor de evaluare, în special în ceea ce privește utilizarea înregistrării în contabilitate la cost amortizat, precum și posibilitatea de a suspenda subscrierile și răscumpărările, inclusiv în perioadele caracterizate de tensiuni.

**Raportarea și schimbul de informații:** situațiile de sprijin din partea sponsorilor ar trebui raportate autorităților de supraveghere naționale responsabile, care ar trebui, la rândul lor, să comunice aceste informații altor autorități naționale și europene relevante. Raportarea periodică din partea FPM ar trebui în continuare îmbunătățită și armonizată. Autoritățile de supraveghere naționale competente ar trebui să comunice, după caz, aceste informații altor autorități relevante (naționale, străine sau europene).

## INTRODUCERE

Obiectivul Recomandărilor CERS și al analizei justificative este evaluarea, din perspectiva stabilității financiare, a Recomandărilor IOSCO din octombrie 2012 privind fondurile de piață monetară (FPM) referitor la impactul potențial al acestora asupra sectorului FPM din UE. În vederea furnizării de sprijin și de recomandări pentru factorii de decizie din UE, prezenta anexă se axează asupra aspectelor legate de implementare care sunt cele mai relevante pentru stabilitatea financiară.

Atât analizele cantitative, cât și cele calitative din această anexă au la bază surse de informare diverse, inclusiv studii academice, activități anterioare desfășurate de CERS cu privire la FPM, date statistice ale BCE și un sondaj ad-hoc special inițiat de CERS în vederea colectării de informații mai detaliate, în plus față de cele conținute în surse aflate la dispoziția publicului. CERS a organizat și o masă rotundă cu participanții pe piață pentru a solicita opiniile sectorului.

**Secțiunea I** a anexei analizează inițiativele de reglementare recente pe plan european și internațional cu privire la FPM, oferind astfel un cadru de politici mai general pentru recomandările CERS. **Secțiunea II** prezintă succint sursele de risc sistemic decurgând din FPM, pe care recomandările urmăresc să le contracareze. În vederea creării unui suport analitic pentru recomandări, **secțiunea III** examinează structura de piață a sectorului FPM din Europa, concentrându-se asupra acelor elemente ale pieței care prezintă o importanță deosebită pentru riscul sistemic. **Secțiunea IV** abordează individual recomandările CERS specifice, oferind în fiecare caz raționamentul economic și o evaluare, precum și criteriile de conformitate.

## I. INIȚIATIVE DE REGLEMENTARE RECENTE

### I.1 Inițiative internaționale

În urma unei evaluări a cauzelor crizei financiare recente, mai multe autorități de reglementare naționale și organizații internaționale au semnalat necesitatea unor reforme structurale ale FPM. Cu ocazia reuniunii la nivel înalt de la Seul din luna noiembrie 2010, liderii G20 au solicitat **Consiliului pentru stabilitate financiară** (CSF) să elaboreze recomandări de consolidare a supravegherii și reglementării sistemului bancar paralel. La data de 27 octombrie 2011, CSF a publicat un set de recomandări inițiale, care au fost aprobate de G20 la reuniunea la nivel înalt de la Cannes. În special, CSF a recomandat ameliorarea în continuare a cadrului de reglementare al FPM. CSF a identificat FPM cu valoare a activelor nete constantă (*constant net asset value* — CNAV), care urmăresc să mențină o valoare nominală invariabilă, ca sursă esențială de risc potențial ce trebuie contracarat prin încurajarea/solicitarea unei reorientări către fonduri cu valoare a activelor nete variabilă (*variable net asset value* — VNAV), impunerea unor cerințe de capital și de lichiditate pentru FPM cu valoare a activelor nete constantă și/sau alte abordări posibile. CFS a mandatat în continuare Organizația Internațională a Comisiilor de Valori Mobiliare (*International Organization of Securities Commissions* — IOSCO) să realizeze o analiză a reformelor de reglementare potențiale care ar atenua susceptibilitatea FPM la retrageri masive ale investitorilor și la alte riscuri sistemice și să elaboreze recomandări cu privire la politici.



În urma acestei solicitări, **IOSCO** a emis recomandări privind reformarea FPM la data de 9 octombrie 2012. Ulterior emiterii recomandărilor, IOSCO a menționat într-un comunicat de presă că, deși majoritatea comisarilor *Securities and Exchange Commission* (SEC) nu au sprijinit publicarea recomandărilor IOSCO, nu au fost formulate alte obiecții, iar Consiliul IOSCO a aprobat raportul.

La data de 18 noiembrie 2012, CSF a publicat o serie de documente consultative, printre care o prezentare generală integrată a recomandărilor privind sistemul bancar paralel. În acest raport, CSF a aprobat recomandările IOSCO, considerându-le un cadru eficient de întărire a rezistenței FPM la riscuri într-un mod cuprinzător. CSF a aprobat, de asemenea, recomandarea potrivit căreia FPM cu NAV stabilă ar trebui convertite în FPM cu NAV fluctuantă (sau variabilă), acolo unde este posibil. CSF a indicat în continuare că măsurile de protecție care trebuie introduse pentru a consolida rezistența FPM cu NAV stabilă la șocurile produse de retrageri masive, în cazurile în care această conversie nu este posibilă, ar trebui să fie echivalente, din punct de vedere funcțional, cu cerințele de capital, de lichiditate și cu alte cerințe prudențiale privind băncile care protejează împotriva retragerilor masive de depozite.

CSF a anunțat că va elabora recomandările finale privind sistemul bancar paralel, inclusiv recomandări detaliate provenind de la fiecare dintre cele cinci direcții de activitate ale sale (printre care FPM), până în luna septembrie 2013. Deși activitatea privind FPM este acum, în mare parte, încheiată, unele dintre celelalte direcții de activitate, în special cele legate de interacțiunile băncilor cu entități din sistemul bancar paralel, precum și împrumuturile de titluri și contractele repo pot avea implicații și asupra reformelor în domeniul FPM.

În **Statele Unite**, unele reforme privind FPM au fost adoptate în anul 2010. La momentul respectiv, SEC a menționat că aceste reforme au constituit o primă etapă. În luna octombrie 2010, grupul de lucru al președintelui a publicat un raport evidențind un set de opțiuni suplimentare, întrucât nu se putea aștepta ca numai reformele din anul 2010 să prevină retragerile masive. În consecință, SEC s-a angajat în elaborarea unor reforme structurale suplimentare. Cu toate acestea, la data de 22 august 2012, președintele SEC, Mary Schapiro, a anunțat că majoritatea comisarilor SEC nu vor sprijini propunerea experților SEC de a reforma structura FPM.

Prin urmare, la data de 27 septembrie 2012, secretarul Trezoreriei SUA, Timothy Geithner, a solicitat Consiliului de supraveghere a stabilității financiare (*Financial Stability Oversight Council* — FSOC) să adopte măsuri, în absența unor acțiuni ale SEC. La data de 13 noiembrie 2012, FSOC și-a publicat propunerile de recomandări privind reforma FPM în vederea unei consultări publice. Aceste recomandări prezintă trei alternative care nu se exclud, în mod necesar, reciproc: (i) NAV fluctuantă; (ii) NAV stabilă cu amortizor NAV și „valoare minimă a soldului unui investitor care nu poate fi retrasă imediat” (*minimum balance at risk*); și (iii) NAV stabilă cu amortizor NAV și alte măsuri. La data publicării prezentului raport, rezultatul consultării publice nu este cunoscut; de asemenea, nu este clar dacă SEC va acționa în concordanță cu recomandările FSOC, în special având în vedere dificultățile întâmpinate de SEC cu ocazia tentativelor sale inițiale, după cum s-a menționat anterior.

## 1.2 Inițiative europene

În luna mai 2010, **Comitetul autorităților europene de reglementare a piețelor valorilor mobiliare** (*Committee of European Securities Regulators* — CESR), predecesorul Autorității europene pentru valori mobiliare și piețe (AEVMP), a publicat orientări pentru crearea unei definiții armonizate a termenului „FPM” în Europa, precum și a unor standarde comune noi destinate corectării deficiențelor identificate în perioada crizei financiare. Orientările au stabilit o clasificare ce creează două tipuri de FPM: „fonduri de piață monetară pe termen scurt” (FPMTS) și „fonduri de piață monetară” (FPM) și au impus standarde stricte în ceea ce privește calitatea și scadența portofoliilor, gestionarea riscurilor și raportarea datelor. Orientările CESR/AEVMP au intrat în vigoare în luna iulie 2011, cu o perioadă de tranziție de șase luni pentru fondurile existente, și se aplică atât fondurilor OPCVM, cât și celor non-OPCVM.

Orientările abordează deja majoritatea recomandărilor IOSCO. De exemplu, conform recomandărilor IOSCO (recomandările 1-3), orientările prevăd o definiție explicită a FPM, norme stricte privind tipul de instrumente în care FPM pot investi (inclusiv interzicerea expunerii la acțiuni), limite privind scadența reziduală a instrumentelor, precum și limite privind scadența medie ponderată (*weighted average maturity*) și durata de viață medie ponderată (*weighted average life*) a portofoliului. În perioada ulterioară intrării în vigoare a orientărilor, respectiv în ultimele luni ale anului 2011, un număr considerabil de fonduri tranzacționate inițial ca FPM au fost redenumite și transferate la alte categorii de fonduri.

Referitor la recomandările IOSCO privind gestionarea lichidității (recomandările 6-8), cadrul juridic european existent este deja solid. Exerciții periodice de *stress test* cu privire la lichiditate trebuie desfășurate în conformitate cu Directiva 2010/43/UE privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) și cu Directiva 2011/61/UE privind administratorii fondurilor de investiții alternative (AFIA).

În final, ar trebui menționat faptul că aspectele legate de diversificarea riscurilor, limitarea riscurilor și eligibilitatea activelor sunt deja abordate de cadrul OPCVM.

Cu toate acestea, orientările CESR/AEVM nu acoperă nici toate recomandările IOSCO, nici toate problemele identificate de IOSCO ca fiind inerente FPM. În mod deosebit, FPMS li se permite încă utilizarea CNAV. Totodată, FPM pot utiliza înregistrarea în contabilitate la cost amortizat pentru evaluarea instrumentelor cu o limită a scadenței reziduale fixată la 397 de zile, ceea ce poate crea, de asemenea, riscuri și poate reduce transparența prețurilor. În plus, întrucât sprijinul din partea sponsorilor nu face, în prezent, obiectul unei reglementări sau al unei cerințe de raportare, autoritățile de reglementare nu au la dispoziție nicio informație cu privire la acesta.

Pentru a completa cadrul de reglementare european, **sectorul fondurilor** a elaborat un set de bune practici, care se regăsesc în Codul de bune practici al Asociației fondurilor de piață monetară instituționale (*Institutional Money Market Funds Association — IMMFA*). Potrivit acestuia, FPM de tip CNAV trebuie să monitorizeze cel puțin săptămânal diferența dintre prețurile publicate și evaluările la prețul pieței (cunoscute drept „prețul paralel”). Pentru devierile care depășesc 10 puncte de bază, 20 puncte de bază și 30 puncte de bază ar trebui să existe proceduri de escaladare, mai ales prin raportare internă. În cazurile în care valoarea pieței este cu 50 puncte de bază mai mică decât valoarea nominală, se consideră că fondul a suferit „o pierdere permanentă de valoare”. Orice astfel de situații de „scădere sub valoarea de 1 USD” (*breaking the buck*) trebuie raportate IMMFA.

**Comisia** analizează necesitatea unor reforme suplimentare ale reglementării FPM. În Cartea verde privind sistemul bancar paralel (2012), Comisia evidențiază rolul FPM în cadrul sistemului bancar paralel. De asemenea, Comisia a publicat un document de consultare privind viitorul cadru pentru fondurile de investiții (2012). O secțiune a documentului abordează chestiunea FPM de tip CNAV și a celor de tip VNAV, a evaluării acestora, a rolului FPM cu privire la riscul sistemic și a dependenței de ratingurile de credit. Formularea de către Comisie a unei propuneri legislative privind FPM este probabilă în trimestrul I 2013. În luna octombrie 2012, **Parlamentul European** a adoptat în comisie o moțiune privind sistemul bancar paralel, sprijinind recomandările IOSCO și solicitând ca fondurile de tip CNAV să dețină o licență bancară cu scop limitat.

După cum se demonstrează în continuare, sectorul FPM din Europa are o componentă internațională semnificativă. Una dintre dificultățile diferitelor inițiative europene și internaționale în curs o constituie, prin urmare, gestionarea riscului potențial care poate decurge din orice divergență legată de inițiativele de reglementare destinate riscurilor sistemice rezultate din FPM.

## II. FPM ȘI STABILITATEA FINANCIARĂ

FPM reprezintă o componentă esențială a sistemului bancar paralel (CSF, 2011). Acestea sunt produse de investiții supuse reglementărilor aplicabile titlurilor, dar sunt similare băncilor, întrucât procedează la transformarea scadențelor și a lichidității, iar investitorii pot percepe aceste fonduri, în special pe cele de tip CNAV, ca o alternativă sigură la depozitele bancare. Cu toate acestea, FPM pot deține active mai puțin lichide care pot ajunge la scadență mult mai târziu decât răscumpărările investitorilor și, de asemenea, pot presupune riscuri investiționale. Spre deosebire de bănci, FPM nu au acces la dispozitivul public de securitate (*public safety net*); de regulă, acestea nu beneficiază de sprijinul explicit al companiilor-sponsor, deși au existat mai multe cazuri în care sponsorii au sprijinit în mod activ, *ex post*, fondurile aflate în dificultate.

Un set amplu de studii economice, în special cu privire la piața din Statele Unite, oferă indicii potrivit cărora comportamentul și natura FPM le fac vulnerabile la retrageri masive destabilizatoare, care se pot propaga rapid de la un fond la altul. Aceasta poate afecta și mai mult lichiditatea și disponibilitatea creditului pe termen scurt, mai ales în cazul băncilor pentru care FPM reprezintă o sursă importantă de finanțare<sup>(1)</sup>. Riscul unor retrageri masive ale investitorilor se datorează, în principal, avantajului „celui care acționează primul” și incertitudinilor privind sprijinul tacit și discreționar din partea sponsorilor.

### II.1 Avantajul „celui care acționează primul”

Deși reprezintă o caracteristică a tuturor fondurilor de investiții, mulți consideră că avantajul „celui care acționează primul” este relevant mai ales pentru **FPM de tip CNAV**, întrucât acestea oferă răscumpărări imediate la un preț constant rotunjit (de exemplu, 1 EUR sau 1 USD pe acțiune)<sup>(2)</sup>. Prin urmare, există riscul ca prețul pe acțiune să nu reflecte „valoarea reală” a portofoliului fondului în perioadele caracterizate de tensiuni pe piețe sau de

<sup>(1)</sup> A se vedea și FSOC (2012) p. 17-28, care oferă o analiză a riscului sistemic și o prezentare generală a altor studii academice, de exemplu, Baba și alții (2009); Duygan-Bump și alții (urmează să fie publicat); Gordon și Gandia (2012); Gorton și Metrick (2010), p. 261-297; Kacperczyk și Schnabl (2012); McCabe (2010); McCabe și alții (2012); Rosengren (2012); Scharfstein (2012); Squam Lake Group (2011).

<sup>(2)</sup> A se vedea ESRB *Occasional Paper* (2012); CSF (2011); FSOC (2012); IOSCO (2012); Baba și alții (2009); Gorton și Metrick (2010); McCabe (2010).

preocupări privind calitatea activelor-suport. O caracteristică a acestui avantaj o reprezintă plata la valoarea nominală a solicitărilor de răscumpărare anticipată, chiar și atunci când valorile efective ale activelor sunt potențial mai scăzute. Aceasta induce un transfer de pierderi către restul acționarilor, întrucât investitorii care răscumpără mai târziu suportă pierderi disproporționate. Avantajul „celui care acționează primul” poate contribui la retrageri masive destabilizatoare. Incertitudinile privind calitatea activelor din portofoliu pot impulsiona retrageri masive ale investitorilor, chiar dacă, în realitate, valoarea de piață nu diferă de cea nominală. Riscul unor retrageri masive ale investitorilor este relevant în special în cazul investitorilor instituționali, întrucât aceștia manifestă o aversiune foarte mare față de riscuri și tind să reacționeze mai rapid și masiv, comparativ cu investitorii persoane fizice. În general, caracteristica CNAV poate genera riscul de instabilitate, deoarece creează, în cazul unor investitori, perspectiva unor răscumpărări la valoarea nominală, pornind de la premisa că acțiunile FPM reprezintă un echivalent lipsit de riscuri al numerarului; prin urmare, poate spori riscul unei retrageri masive atunci când fondul respectiv nu se poate ridica la nivelul acestor așteptări, respectiv în situația unei „scăderi sub valoarea de 1 USD”.

Deși avantajul „celui care acționează primul” se referă cu precădere la fondurile de tip CNAV, experiența crizei financiare demonstrează că investitorii în **FPM de tip VNAV** pot fi, de asemenea, impulsionați să renunțe la investiții <sup>(1)</sup>. Întrucât FPM nu dețin lichiditate zilnică în proporție de 100 %, există, într-adevăr, cazuri în care solicitările de răscumpărare ale investitorilor nu pot fi satisfăcute. Prin urmare, investitorii pot fi încă impulsionați să răscumpere rapid (la fel ca în cazul oricărui fond de investiții), deoarece răscumpărările ulterioare ar putea obliga fondul să vândă active mai puțin lichide și, potențial, să suporte pierderi. Impulsul unor retrageri masive poate fi sporit de incertitudini de natură contabilă, care pot fi prezente și în cazul fondurilor de tip VNAV.

## II.2 Sprijinul din partea sponsorilor

Mai multe studii demonstrează că, în istoricul FPM, sprijinul din partea terților a reprezentat o constantă <sup>(2)</sup>. Pentru perioada 1980-2009, Moody's a identificat în SUA și în Europa peste 200 de FPM de tip CNAV care au beneficiat de sprijin din partea unor sponsori. Acest sprijin a atins un nivel maxim între 2007 și 2009, când peste 60 de fonduri (36 de fonduri din SUA și 26 de fonduri europene) aveau nevoie de asistență, în principal ca urmare a deteriorării creditului/riscului de neplată și a unor probleme de lichiditate. Potrivit Moody's, cel puțin 20 de firme care administrează fonduri cu risc scăzut din Statele Unite și din Europa au suportat cheltuieli de aproximativ 12 miliarde USD pentru a menține valoarea fondurilor lor de tip CNAV. În plus, cel puțin două firme de administrare a fondurilor au recurs la bilanțul societăților-mamă și la accesul la facilitatea de creditare oferită de Rezervele Federale ale SUA în vederea realizării rambursărilor, în timp ce două firme au consolidat activele FPM în bilanțurile proprii (a se vedea și *ESRB Occasional Paper*, 2012).

Falimentul *Reserve Primary Fund* din SUA ilustrează principala deficiență a dependenței de sprijinul tacit și discreționar din partea sponsorilor. Fondul s-a confruntat cu o „scădere sub valoarea de 1 USD”, respectiv nu a reușit să mențină valoarea activelor nete la nivelul de 1 USD în urma colapsului Lehman Brothers (expunerea sa la această bancă reprezenta 1,2 % din NAV). Această pierdere a determinat imediat retrageri masive din fond, care au declanșat retrageri similare pe scară mai largă din FPM americane, acestea atingând niveluri deosebit de ridicate în decursul a numai câteva zile. În cele din urmă, sponsorul *Reserve Primary Fund* nu a reușit să susțină fondul, ceea ce este posibil să fi creat incertitudini cu privire la sprijinul din partea sponsorilor în general și a accelerat retragerile masive din sectorul FPM. Pe ansamblu, evenimentele au generat perturbări pe piața efectelor de comerț și au obligat autoritățile din SUA să intervină prin, *inter alia*, crearea a două facilități de lichiditate și extinderea sistemului de garantare a depozitelor.

Aceste date sugerează importanța sprijinului tradițional al sponsorilor, dar, în același timp, ilustrează o potențială deficiență. În consecință, este posibil ca incertitudinile privind disponibilitatea sprijinului în perioada crizei recente să fi contribuit la retragerile masive ale investitorilor. Potrivit McCabe (2011), dar și Gordon și Gandia (2012), capacitatea sponsorilor reprezintă un factor important în determinarea comportamentului investitorilor. Gordon și Gandia (2012) demonstrează că fondurile de tip CNAV administrate sau sponsorizate de firme potențial fragile s-au confruntat cu ieșiri semnificativ mai ridicate și cu un risc sporit de retrageri masive ale investitorilor. De asemenea, analiștii și agențiile

<sup>(1)</sup> A se vedea Scott (2012), care citează date ale *Investment Company Institute* (ICI) potrivit cărora fondurile franceze de tip VNAV au pierdut aproximativ 40 % din active în intervalul de trei luni cuprins între luna iulie 2007 și luna septembrie 2007. Totuși, aceste fonduri nu erau FPM în conformitate cu legislația franceză, ci erau tranzacționate drept „FPM optimizate”.

<sup>(2)</sup> A se vedea Brady (2012) și Moody's (2010). Raportul de consultare al IOSCO (aprilie 2012) prezintă, de asemenea, detaliat concluziile SEC cu privire la sprijinul din partea sponsorilor: în perioada august 2007-31 decembrie 2008, experții SEC din SUA au estimat că aproximativ 20 % din totalul FPM au beneficiat de sprijin din partea administratorilor de portofolii sau ai afiliaților acestora.

de rating de credit pot ține cont de bilanțul și de forța financiară a instituțiilor care oferă FPM. Prin urmare, natura implicită a sprijinului din partea sponsorilor și dependența sa de capacitatea sponsorului pot crea incertitudini în rândul participanților pe piață, ceea ce poate spori vulnerabilitatea FPM la retrageri masive. În general, un regim care depinde de garanții implicite și discreționare din partea terților poate fi considerat instabil, întrucât garantul nu internalizează costul acordului implicit (McCabe, 2011).

### II.3 Contextul economic actual

Contextul actual caracterizat de rate scăzute ale dobânzilor ridică semne de întrebare cu privire la capacitatea FPM de a menține CNAV. După reducerea ratei dobânzii de către BCE în luna iulie 2012, instrumentele de datorie pe termen scurt în care FPM europene investesc masiv s-au confruntat cu reduceri rapide ale randamentelor, care au înregistrat chiar valori negative. Întrucât structura CNAV nu are prevăzută capacitatea de a face față pierderilor, situația a constrâns administratorii fondurilor de tip CNAV să suspende subscrierile, în timp ce alte fonduri au optat, cel puțin indirect, pentru o NAV fluctuantă. În unele cazuri, în loc să fie redus prețul acțiunilor, este redus numărul acțiunilor deținute de investitori, reprezentând pierderi efective suportate de investitori. Cu titlu de exemplu, în luna octombrie 2012, JPMorgan Chase a anunțat această modalitate de acoperire a pierderilor investitorilor în două dintre principalele sale FPM europene (*Euro Liquid Fund*, cu active administrate în valoare de 4 miliarde EUR, și *Government Liquidity Fund*, cu 13 miliarde EUR). La aceste fonduri a fost adăugată o nouă categorie de acțiuni „flex”, care va menține deținerile investitorilor la valoarea stabilă de 1 EUR pe acțiune, dar va deduce acțiuni din contul general pentru a acoperi costurile operaționale și randamentele negative.

## III. STRUCTURA SECTORULUI FPM DIN EUROPA

Pentru a evalua implicațiile FPM în materie de stabilitate financiară (abordate la nivel mai conceptual în secțiunea anterioară) și impactul posibil al recomandărilor CERS prezentate în secțiunea IV, prezenta secțiune oferă un profil detaliat al sectorului FPM european pe baza unei analize cantitative.

Potrivit statisticilor BCE, activele administrate ale FPM europene au reprezentat aproximativ 1 000 de miliarde EUR în luna iunie 2012, valoare în scădere de la nivelul maxim de 1 400 de miliarde EUR înregistrat în anul 2008 și apropiată de nivelul din 2011. Numărul de fonduri a scăzut, de asemenea, de la peste 1 300 în anul 2011 la 1 171 de fonduri în iunie 2012. Scăderea recentă s-a produs parțial sub forma unei consolidări a sectorului, în urma punerii în aplicare a orientărilor CESR/AEVMP menționate în secțiunea I.2.

Aproximativ 95 % din sectorul FPM european este concentrat în trei țări: Franța (activele administrate dețin o cotă de piață de 39 %), Luxemburg (31 %) și Irlanda (25 %). În ceea ce privește sectorul fondurilor de investiții, în termeni agregati, din zona euro, FPM au reprezentat aproximativ 15 % din totalul activelor administrate în luna iunie 2012. Cea mai ridicată pondere este înregistrată în Franța (în jur de 38 %). În Irlanda, activele FPM reprezintă circa 32 %, iar în Luxemburg, 11 % din totalul pieței fondurilor de investiții. Cu toate acestea, activele administrate ale FPM din UE reprezintă numai 2,5 % din totalul activelor din sectorul IFM din zona euro (exceptând băncile centrale).

### III.1 Sfera de aplicare a sondajului ad-hoc al CERS

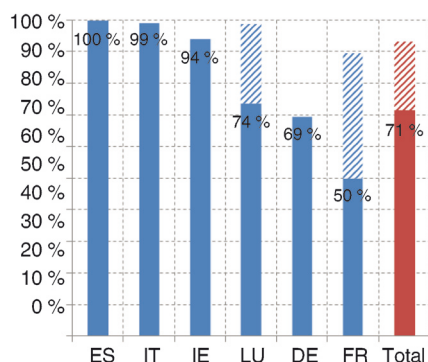
Pentru a obține informații cu un caracter granular mai pronunțat decât al celor disponibile prin intermediul statisticilor BCE, CERS a realizat un sondaj ad-hoc privind FPM, utilizând și date individuale privind fondurile. Datele au fost colectate cu maximă diligență de șase țări (Franța, Germania, Irlanda, Italia, Luxemburg și Spania) și se referă la situația existentă la sfârșitul lunii iunie 2012. Datele oferă informații cu privire la repartizarea bilanțieră pe tipuri de fonduri, respectiv fonduri de tip CNAV, fonduri de tip VNAV pe termen scurt și alte fonduri de tip VNAV, repartizare care nu este disponibilă în statisticile BCE. Sondajul include, de asemenea, informații despre fondurile de tip CNAV cu privire la prețul paralel pentru perioada iunie 2007-iunie 2012.

Sondajul CERS acoperă 71 % din activele administrate ale sectorului în cele șase țări raportate, potrivit statisticilor BCE <sup>(1)</sup>. Informații suplimentare — agregate — au fost colectate în aceste țări pentru încă 22 % din sector; acestea prezintă numai repartizarea pe tipuri de fonduri, pe administratori și pe dimensiunea fondurilor în ceea ce privește activele administrate (**figura 1**). Coroborate, datele din sondaj acoperă 93 % din sectorul FPM din cele șase țări (sau 89 % din sectorul FPM din UE).

<sup>(1)</sup> Sfera de acoperire este ușor mai redusă în cazul pasivelor, având în vedere absența datelor referitoare la baza de investitori a FPM cu sediul în Germania.

Figura 1

## Sondajul CERS: sfera de acoperire, pe țări (%)

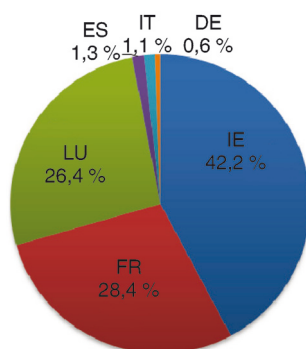


Sursa: Sondajul CERS și BCE.

Notă: Sfera de acoperire vizată în ceea ce privește activele administrate totale ale FPM rezidente în fiecare țară a fost de aproximativ 75 %. Zonele hașurate se referă la raportările parțiale (numai tipuri de fonduri). Sfera de acoperire este, în realitate, mai extinsă atunci când sunt luate în considerare unele situații de contabilizare dublă (de exemplu, acoperirea atinge 60 % în cazul Franței atunci când se exclud fondurile de fonduri și structurile de tip *master-feeder*).

Figura 2

## Compoziția eșantionului (pe active administrate, %)



Sursa: Sondajul CERS.

Notă: Numai procentul de raportări complete.

Sondajul arată că fondurile de tip CNAV reprezintă aproximativ 43 % (sau 433 de miliarde EUR) din totalul activelor administrate ale FPM europene. Dintre aceste fonduri, aproximativ două treimi se află în Irlanda (272 de miliarde EUR) și o treime în Luxemburg (161 de miliarde EUR). FPM din Franța se împart în fonduri de tip VNAV pe termen scurt și alte fonduri de tip VNAV (fonduri de tip VNAV, exceptând fondurile de tip VNAV pe termen scurt), reprezentând 47 % și, respectiv, 36 %. În Germania, Italia și Spania, FPM sunt aproape exclusiv de tip VNAV. Cu privire la distincția între CNAV și VNAV, ar trebui observat că aceste cifre se bazează pe o autoclasificare a fondurilor participante la sondaj, întrucât nu există o definiție juridică sau statistică clară a CNAV/VNAV; unele fonduri dețin categorii de active atât de tip CNAV, cât și de tip VNAV.

Cu privire la numărul de fonduri, sondajul se referă la 123 de fonduri de tip CNAV care operează în Luxemburg și în Irlanda, reprezentând 13 % din numărul de fonduri din cele șase țări incluse în sondaj, dar 45 % din activele administrate (tabelul 1). De asemenea, cuprinde 330 de fonduri de tip VNAV (dintre care 124 de fonduri de tip VNAV pe termen scurt) din cele șase țări.

Tabelul 1

## Repartizarea activelor administrate și numărul de fonduri, pe tip de fond și pe țară (milioane EUR)

	Franța		Irlanda		Luxemburg		Spania		Italia		Germania		Total eșanțion	
	Nr. de fonduri	Active administrate	Nr. de fonduri	Active administrate	Nr. de fonduri	Active administrate	Nr. de fonduri	Active administrate	Nr. de fonduri	Active administrate	Nr. de fonduri	Active administrate	Nr. de fonduri	Active administrate
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 %
VNAV pe termen scurt	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 %
Alte 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 %
OPCVM	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 %
Non-OPCVM	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 %
n/a	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 %
<b>Total</b>	<b>435</b>	<b>395,343</b>	<b>98</b>	<b>309,471</b>	<b>298</b>	<b>250,610</b>	<b>71</b>	<b>8,999</b>	<b>14</b>	<b>7,934</b>	<b>48</b>	<b>6,077</b>	<b>964</b>	<b>978,434</b>

Sursa: Sondajul CERS și BCE.

Notă: Categoria „Total” se referă la statisticile BCE privind pozițiile bilanțiere ale FPM și registrul IFM. Categoria „Alte VNAV” se referă la fondurile neincluse în sondaj. Categoria „nedisponibil (n/a)” se referă, în cazul fondurilor din Franța, la sisteme pentru angajați, fonduri de tip *feeder*, fonduri de fonduri și fonduri restricționate la un investitor sau la un număr limitat de investitori („fonds dédiés”), care pot fi atât OPCVM, cât și non-OPCVM.

### III.2 Prezentare generală a activelor FPM

Cu privire la **sectoarele economice**, statisticile BCE privind FPM demonstrează că fondurile investesc, în principal, în sectorul IFM. Sondajul CERS confirmă acest lucru și indică, în medie, o expunere de 75 % la IFM. De regulă, expunerile nu diferă de la un tip de fond la altul (**tabelul 2** și **figura 4**). Expunerile la sectorul corporativ sunt relativ reduse (10 %). Statisticile BCE indică, de asemenea, scăderea importanței titlurilor de credit din sectorul societăților nefinanciare (SNF) în portofoliul de active al FPM (**figura 3**) în ultimii ani. Referitor la emitenți, orientările CESR/AEVM impun restricții fondurilor cu privire la calitatea creditului. Alocarea activelor FPM europene se concentrează, prin urmare, asupra unui număr relativ redus de emisiuni bancare și nebancale de înaltă calitate (FitchRatings, 2012).

Tabelul 2

## Alocarea investițiilor, pe tipuri de fonduri și pe sectoare (% din totalul activelor)

	IFM	Societăți nefinanciare	Autorități guvernamentale	Alți intermediari financiari
1-CNAV	73,9 %	9,7 %	13,7 %	2,7 %
2 -VNAV pe termen scurt	79,7 %	11,2 %	8,4 %	0,7 %



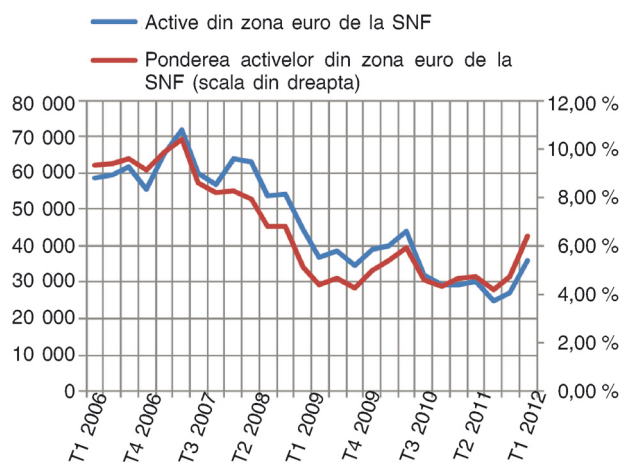
	IFM	Societăți nefinanciare	Autorități guvernamentale	Alți intermediari financiari
3- VNAV (exceptând VNAV pe termen scurt)	74,7 %	7,9 %	16,0 %	1,4 %
1 - OPCVM	75,4 %	9,3 %	13,2 %	2,1 %
2 -Non-OPCVM	73,7 %	12,6 %	12,5 %	1,2 %
Total sondaj	75,2 %	9,6 %	13,1 %	2,1 %
Total din date BCE	75,5 %	6,6 %	11,1 %	6,9 %

Sursa: Sondajul CERS și BCE.

Notă: Totalurile BCE se referă numai la contrapartidele din zona euro.

Figura 3

**Expunerea FPM la SNF în zona euro (milioane EUR și %)**



Sursa: BCE.

Notă: „Ponderea activelor din zona euro de la SNF” se referă la ponderea activelor FPM emise de societăți nefinanciare din zona euro în activele FPM emise de toți rezidenții zonei euro.

Având în vedere repartizarea din tabelul 2, FPM reprezintă o sursă de finanțare importantă pentru bănci, comparativ cu alte sectoare. Statisticile BCE referitoare la emisiunile de titluri oferă indicii privind relevanța FPM cu privire la finanțarea pe termen scurt (cu scadențe mai mici de un an) a IFM din zona euro. După cum se arată în tabelul 3, în zona euro acestea dețin aproximativ 40 % din datoria pe termen scurt emisă de bănci.

Tabelul 3

**Ponderea datoriei totale pe termen scurt a IFM din zona euro, deținută de FPM din zona euro (milioane EUR și %)**

Perioada	Active FPM	Emisiuni de titluri	Pondere
T2 2010	320 802	734 187	43,7 %
T3 2010	314 738	743 246	42,3 %
T4 2010	299 593	572 050	52,4 %
T1 2011	289 694	617 695	46,9 %
T2 2011	245 488	582 244	42,2 %
T3 2011	238 795	613 012	39,0 %

Perioada	Active FPM	Emisiuni de titluri	Pondere
T4 2011	228 310	702 274	32,5 %
T1 2012	258 594	710 553	36,4 %
T2 2012	254 974	677 840	37,6 %

Sursa: BCE.

De asemenea, în timp ce fondurile de tip VNAV din Franța au expunere substanțială la sectorul IFM național (bănci și alte FPM), fondurile de tip CNAV din Irlanda au expunere semnificativă la IFM din afara UE (**tabelul 4** și **figura 4**). În schimb, fondurile din Luxemburg investesc mai mult în IFM aflate în UE, dar în afara țării. În final, în termeni relativi, FPM din Germania, Italia și Spania investesc mai mult în sectorul public național.

Tabelul 4

**Unele repartizări ale investițiilor FPM, pe regiuni/tipuri de fonduri și pe sectoare (milioane EUR)**

	Fonduri de tip CNAV din Irlanda				
	IFM	SNF	Autorit. guv.	AIF	Total
Naționale	12 661	1 531	57	2	14 251
Alte țări din UE	75 205	4 644	6 997	808	87 654
Restul lumii	127 647	18 440	19 188	6 213	171 488
Total	215 513	24 615	26 242	7 023	273 393

	Fonduri de tip CNAV din Luxemburg				
	IFM	SNF	Autorit. guv.	AIF	Total
Naționale	965	0	446	0	1 411
Alte țări din UE	57 262	9 463	6 237	3 631	76 593
Restul lumii	32 954	6 101	23 906	735	63 696
Total	91 181	15 564	30 589	4 367	141 700

	Fonduri de tip VNAV din Franța				
	IFM	SNF	Autorit. guv.	AIF	Total
Naționale	109 905	12 087	4 709	555	127 256
Alte țări din UE	53 949	11 218	1 732	50	66 949
Restul lumii	3 100	678	0	0	3 778
Total	166 954	23 983	6 441	605	197 982

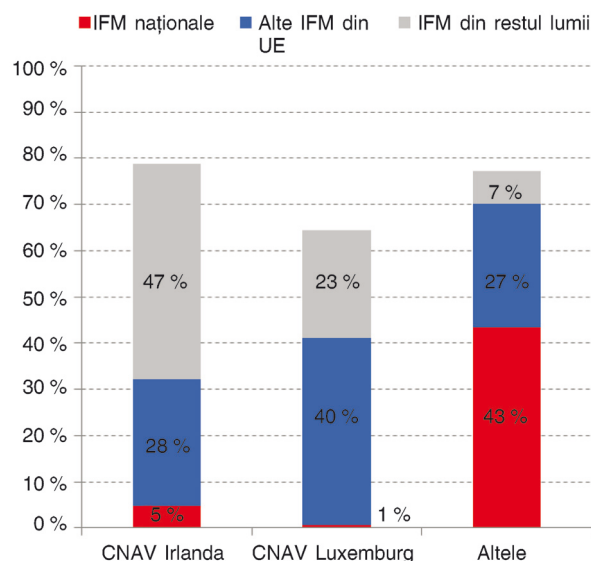
	Fonduri din Germania, Italia și Spania				
	IFM	SNF	Autorit. guv.	AIF	Total
Naționale	6 390	213	10 093	101	16 797
Alte țări din UE	1 887	338	1 345	136	3 706
Restul lumii	284	54	237	8	583
Total	8 561	604	11 675	245	21 086

Sursa: Sondajul CERS.

Notă: Acoperirea totală este de 65 % din activele administrate de FPM din cele șase țări raportoare.

Figura 4

## Ponderea investițiilor în IFM, pe origine geografică (%)



Sursa: Sondajul CERS.

Notă: Categoria „Altele” include fonduri din Franța, Italia, Spania și Germania, la care se adaugă fonduri de tip VNAV din Irlanda și Luxemburg. Acoperirea este de 100 % din sondajul CERS și aproximativ 70 % din totalul activelor administrate de FPM din UE.

Cu privire la **tipul de active**, sondajul demonstrează că instrumentele de piață monetară (de exemplu, efecte de comerț, certificate de depozit) constituie cea mai importantă categorie de active din portofoliile FPM (tabelul 5). Contractele reverse repo, utilizate de FPM pentru furnizarea de lichiditate în schimbul unor garanții, reprezintă numai 9 % din totalul activelor administrate și sunt aproape în totalitate realizate cu alte entități IFM. Titlurile garantate cu active (*asset-backed securities*) reprezintă doar o mică parte. Procentul de „numerar” (depozite fără scadență sau cu scadență nedeterminată) constituie 6,6 % din activele din eșantion; cu toate acestea, procentul este mai ridicat în cazul fondurilor de tip CNAV din Irlanda (11 %) decât în cazul altor fonduri (de exemplu, 2 % în cazul fondurilor de tip CNAV din Luxemburg și 2,5 % în cazul fondurilor de tip VNAV pe termen scurt din Franța).

Tabelul 5

## Alocarea investițiilor, pe tipuri de fonduri și instrumente de active (%)

	Numerar	Instrumente de piață monetară		Contracte reverse repo		Titluri garantate cu active	Datorie publică	Alte instrumente/ nealocate
			dintre care IFM		dintre care IFM			
1 - CNAV	7,9 %	58,1 %	48,9 %	11,4 %	11,3 %	1,1 %	13,7 %	7,9 %
2 - VNAV pe termen scurt	4,0 %	77,5 %	67,3 %	5,8 %	5,8 %	0,1 %	8,4 %	4,5 %
3 - VNAV (exceptând VNAV pe termen scurt)	5,3 %	66,5 %	59,1 %	5,3 %	5,2 %	0,0 %	16,1 %	7,0 %
1 - OPCVM	6,4 %	62,9 %	54,1 %	9,7 %	9,6 %	0,7 %	13,2 %	7,3 %
2 - Non-OPCVM	8,9 %	73,6 %	61,1 %	1,2 %	1,2 %	0,1 %	12,6 %	4,1 %
Total	6,6 %	63,7 %	54,7 %	9,0 %	9,0 %	0,7 %	13,1 %	7,0 %

Sursa: Sondajul CERS.

Notă: Pondere ca procent al activelor administrate totale incluse în sondaj. Categoria „Numerar” include depozite bancare la vedere. Depozitele cu scadență fixă sunt incluse în categoria „Alte instrumente”.

Sondajul include, de asemenea, date privind **scadența** activelor FPM; se pare că fondurile de tip CNAV au un profil al lichidității mai conservator, deoarece, în cazul acestora, scadențele sunt mai scurte decât în cazul altor fonduri. De exemplu, aproximativ 39 % (133 de miliarde EUR) dintre activele administrate de tip CNAV au scadența la cel mult o săptămână, comparativ cu 22 % în cazul FPM de tip VNAV pe termen scurt (mai ales în Franța) și 16 % în cazul altor FPM de tip VNAV (**tabelul 6**)<sup>(1)</sup>.

Tabelul 6

**Repartinizarea activelor, pe tipuri de fonduri și pe tranșe de scadență a activelor (%)**

	o zi sau mai puțin/ overnight	> o zi; ≤ o săptămână	> o săptămână; ≤ o lună	> o lună; ≤ 3 luni	> 3 luni; ≤ 6 luni	> 6 luni; ≤ 1 an	> 1 an; ≤ 397 zile	> 397 zile (pentru FPM, altele decât FPMTS)	Sferă de acoperire
1 - CNAV	26,3 %	12,7 %	16,9 %	26,1 %	11,5 %	6,1 %	0,3 %	0,0 %	82 %
2 - VNAV pe termen scurt	16,9 %	4,8 %	18,3 %	41,0 %	13,0 %	5,9 %	0,0 %	0,0 %	100 %
3 - VNAV (exceptând VNAV pe termen scurt)	12,4 %	3,3 %	13,5 %	32,7 %	20,4 %	16,3 %	1,5 %	2,4 %	99 %
1 - OPCVM	21,9 %	8,8 %	16,7 %	30,5 %	13,4 %	8,2 %	0,5 %	0,6 %	87 %
2 - Non-OPCVM	14,5 %	2,7 %	15,3 %	36,5 %	19,7 %	10,8 %	0,4 %	0,3 %	100 %
Total	21,1 %	8,8 %	16,5 %	30,9 %	13,8 %	8,4 %	0,5 %	0,5 %	89 %

Sursa: Sondajul CERS.

Notă: Sfera de acoperire se referă la ponderea activelor administrate totale (identificată în sondaj) pentru care sunt disponibile date privind repartinizarea pe scadențe. Categoria „o zi sau mai puțin” include, de asemenea, depozite fără scadență sau cu scadență nedeterminată.

În final, statisticile BCE oferă, de asemenea, o prezentare generală a activelor fondurilor pe valute. Cifrele din tabelul 7 demonstrează că procentul cel mai mare aferent activelor deținute de FPM din Irlanda este exprimat în GBP, în timp ce procentul cel mai mare aferent activelor deținute de FPM din Luxemburg este exprimat în USD. Activele în alte monede decât euro reprezintă o parte neglijabilă din totalul activelor administrate de fonduri în Franța, Germania, Italia și Spania. Datele neoficiale sugerează că FPM nu prezintă necorelări semnificative ale structurii pe valute.

Tabelul 7

**Repartinizarea pe valute a activelor în cazul FPM din Irlanda, Luxemburg și Franța (milioane EUR și %)**

	Valuta în care sunt exprimate activele	Titluri de credit emise de IFM naționale	Titluri de credit emise de alte IFM din zona euro	Titluri de credit emise de non-IFM naționale	Titluri de credit emise de alte non-IFM din zona euro	Titluri de credit din afara zonei euro	Depozite din afara zonei euro	Alte active	Totaluri pe valută	% pe valută	
Irlanda	EUR	180	14 359	1 246	7 470	18 839	10 929		53 023	17,13	
	USD	176	9 157	5	542	66 759	18 737		95 376	30,82	
	GBP	108	25 300	285	2 596	86 313	32 525		147 127	47,54	
	CHF	0	0	0	0	0	0		0	0,00	
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00	
	Nedisponibil <sup>(1)</sup>								13 945	13 945	4,51
	Totaluri pe rubrică		464	48 816	1 536	10 608	171 911	62 191	13 945	309 471	100,00

<sup>(1)</sup> Procentele se referă la totalul activelor administrate ale fondurilor incluse în sondajul CERS pentru care este disponibilă o repartinizare pe scadențe (de exemplu, 81 % din totalul activelor administrate în cazul fondurilor de tip CNAV și 100 % în cazul altor categorii de fonduri). Prin urmare, aceste procente pot suferi modificări în situația extinderii sferei de acoperire la toate fondurile.

	Valuta în care sunt exprimate activele	Titluri de credit emise de IFM naționale	Titluri de credit emise de alte IFM din zona euro	Titluri de credit emise de non-IFM naționale	Titluri de credit emise de alte non-IFM din zona euro	Titluri de credit din afara zonei euro	Depozite din afara zonei euro	Alte active	Totaluri pe valută	% pe valută
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
	Nedisponibil <sup>(1)</sup>							35 022	35 022	13,97
	<b>Totaluri pe rubrică</b>	<b>1 928</b>	<b>34 773</b>	<b>1 407</b>	<b>39 536</b>	<b>91 580</b>	<b>46 364</b>	<b>35 022</b>	<b>250 610</b>	<b>100,00</b>
Franța	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
	Nedisponibil <sup>(1)</sup>							89 757	89 757	22,70
	<b>Totaluri pe rubrică</b>	<b>155 765</b>	<b>46 278</b>	<b>31 833</b>	<b>31 208</b>	<b>39 638</b>	<b>864</b>	<b>89 757</b>	<b>395 343</b>	<b>100,00</b>

Sursa: BCE.

<sup>(1)</sup> Categoria „Nedisponibil” se referă la deținerile FPM de (i) acțiuni și alte participații la capital (în general, nesemnificative); (ii) acțiuni ale altor FPM; și (iii) restul activelor. În cazul Franței, componenta (ii) este semnificativă (aproximativ 50 de miliarde EUR), fiind, cel mai probabil, exprimată în euro.

### III.3 Prezentare generală a investitorilor în FPM

Statisticile BCE privind FPM oferă numai o perspectivă de ansamblu asupra compoziției investitorilor în FPM, în special cu privire la zona euro. Datele din sondajul CERS completează statisticile BCE cu informații suplimentare privind repartizarea pe sectoare a bazei de investitori, în special pentru investitorii din afara zonei euro. Tabelul 8 sintetizează repartizarea geografică a investitorilor în FPM pe regiuni și pe tipuri de fonduri din cele două surse disponibile.

Cu privire la **repartizarea geografică**, fondurile din Franța, Italia și Spania au, în mod clar, o bază de investitori naționali, în timp ce fondurile din Irlanda și Luxemburg depind mult mai mult de cererea externă. Există, totuși, unele discrepanțe între cele două surse de date în ceea ce privește compoziția geografică a investitorilor, în special disocierea între investitorii din zona euro/UE și cei din restul lumii în cazul fondurilor din Irlanda și Luxemburg (**tabelul 8**). Acestea s-ar putea datora sferei de cuprindere diferite și dificultăților obiective întâmpinate de administratorii fondurilor în clasificarea regiunii și sectorului de origine al investitorilor lor. Potrivit datelor din sondaje, investitorii din afara UE reprezintă o proporție considerabilă din baza de investitori în FPM (41 %), acest procent fiind mult mai ridicat în cazul Irlandei (70 %). Prin urmare, 90 % dintre investitorii din afara UE în FPM din UE aleg să investească în fonduri de tip CNAV. În final, baza de investitori a FPM din Germania este disponibilă numai în statisticile BCE, care evidențiază predominanța investitorilor naționali.

Tabelul 8

#### Comparație între repartizarea geografică a investitorilor în FPM europene din statisticile BCE și cea din sondajul CERS (milioane EUR și %)

		NAȚIO- NALI	ZONA EURO (exceptând naționali)	UE (exceptând naționali)	Restul lumii <sup>(1)</sup>	Reziduali	Total (mil. EUR)	NAȚIO- NALI	ZONA EURO (exceptând naționali)	UE (exceptând naționali)	Restul lumii
Franța	Date BCE	368 496	16 718	n/a	2 676	7 453	395 343	93 %	4 %	n/a	1 %
	Sondaj	193 645	n/a	2 475	67	n/a	196 187	99 %	n/a	1 %	0 %
Irlanda	Date BCE	15 789	36 487	n/a	252 693	4 502	309 471	5 %	12 %	n/a	82 %
	Sondaj	17 018	n/a	71 563	202 364	n/a	290 945	6 %	n/a	25 %	70 %

		NAȚIO- NALI	ZONA EURO (exceptând naționali)	UE (exceptând naționali)	Restul lumii <sup>(1)</sup>	Reziduali	Total (mil. EUR)	NAȚIO- NALI	ZONA EURO (exceptând naționali)	UE (exceptând naționali)	Restul lumii
Luxe- mburg	Date BCE	10 172	81 766	n/a	152 159	6 513	250 610	4 %	33 %	n/a	61 %
	Sondaj	12 493	n/a	92 651	79 340	n/a	184 485	7 %	n/a	50 %	43 %
Italia	Date BCE	7 820	12	n/a	22	80	7 934	99 %	0 %	n/a	0 %
	Sondaj	7 820	n/a	15	20	n/a	7 854	100 %	n/a	0 %	0 %
Spania	Date BCE	8 860	72	n/a	28	39	8 999	98 %	1 %	n/a	0 %
	Sondaj	8 881	n/a	100	0	n/a	8 981	99 %	n/a	1 %	0 %
Germ- ania	Date BCE	4 120	1 547	n/a	384	26	6 077	68 %	25 %	n/a	6 %
	Sondaj	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Total	Date BCE	435 941	137 229	n/a	408 653	18 736	1 000 559	44 %	14 %	n/a	41 %
	Sondaj	239 857	n/a	166 804	281 791		688 452	35 %	n/a	24 %	41 %

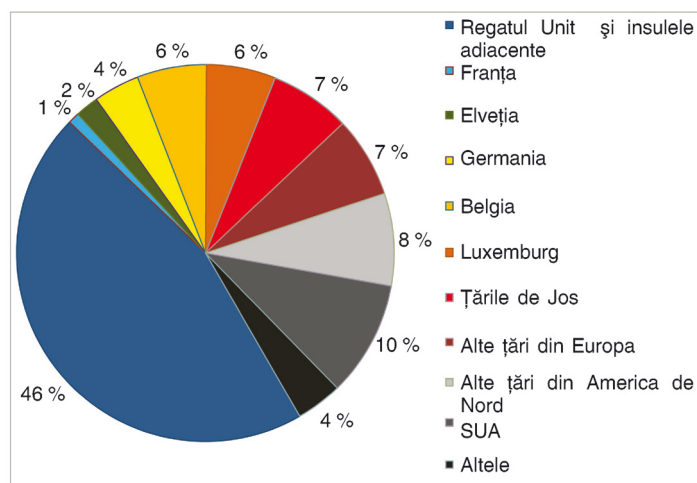
Sursa: Sondajul CERS și BCE.

(<sup>1</sup>) Echivalentul rezidenților din afara UE în cazul sondajului CERS și al rezidenților din afara zonei euro în cazul setului de date al BCE.

Incertitudinile privind datele referitoare la baza de investitori sunt ilustrate și de datele IMMFA, care indică o proporție mult mai redusă a investitorilor din afara UE în cazul fondurilor de tip CNAV din UE (figura 5).

Figura 5

Investitorii în FPM membre ale IMMFA, pe țări (decembrie 2010)



Sursa: IMMFA (menționată în ESRB Occasional Paper, 2012).

Analizând repartizarea pe sectoare a bazei de investitori a FPM din UE (tabelul 9), sondajul prezintă importanța sectorului IFM ca investitor (32 % din baza de investitori); sectorul corporativ se situează pe locul al doilea cu o pondere de 21 %, fiind urmat de sectorul societăților de asigurări și fondurilor de pensii (SAFP), cu 13 %, și de alte instituții financiare (AIF; de exemplu, alte fonduri de investiții, fonduri speculative (*hedge funds*)), cu 12 %. Prin urmare, FPM constituie o sursă importantă de finanțare pentru bănci, dar și băncile în sine reprezintă investitori importanți în FPM.



Tabelul 9

## Baza de investitori a unor categorii de fonduri (milioane EUR și %)

Tipuri de fonduri	Țări raportoare	TOTAL (mil. EUR)	IFM	SNF	AIF	SAFP	Gospodăriile populației	Altele sau n/a	Sfera de acoperire <sup>(1)</sup>	Sfera de acoperire ajustată
1 - CNAV	Irlanda	272 962	<b>37,8 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>22,0 %</b>	3,2 %	0,1 %	26,3 %	100,0 %	73,7 %
	Luxemburg	141 700	<b>48,8 %</b>	<b>32,5 %</b>	1,5 %	3,1 %	<b>13,5 %</b>	0,6 %	88,0 %	87,5 %
2 - VNAV pe termen scurt	Franța	103 389	14,7 %	22,4 %	1,1 %	50,7 %	5,1 %	6,0 %	55,6 %	49,7 %
	Alte țări	35 598	21,5 %	11,2 %	31,9 %	24,7 %	1,1 %	9,5 %	100,0 %	90,5 %
3 - VNAV (exceptând VNAV pe termen scurt)	Franța	92 798	<b>25,5 %</b>	<b>44,0 %</b>	5,7 %	10,0 %	5,7 %	9,1 %	65,4 %	56,3 %
	Alte țări	44 710	8,7 %	3,0 %	5,5 %	10,2 %	<b>55,0 %</b>	17,5 %	100,0 %	82,5 %
1 - OPCVM	Alte țări	636 383	34,4 %	20,2 %	12,7 %	10,6 %	7,1 %	15,0 %	99,4 %	84,4 %
2 - Non-OPCVM	Alte țări	54 774	7,4 %	29,1 %	2,3 %	37,8 %	17,6 %	5,8 %	97,6 %	91,8 %
Total	Alte țări	691 157	32,2 %	20,9 %	11,9 %	12,7 %	7,9 %	14,3 %	70,6 %	56,4 %

Sursa: Sondajul CERS.

<sup>(1)</sup> Sfera de acoperire în funcție de tipurile de fonduri este calculată cu trimitere la însumarea raportărilor complete și parțiale. Sfera de acoperire pentru totaluri este calculată ținând cont de totalul fondurilor rezidente în cele șase țări raportoare, potrivit datelor BCE. Sfera de acoperire ajustată este acoperirea compensată de la categoria „Altele sau n/a”. Celulele marcate cu caractere aldine se referă la peste 20 de miliarde EUR.

Analizând unele **specificități naționale**, datele indică predominanța investitorilor IFM în cazul fondurilor de tip CNAV din Luxemburg și Irlanda; fondurile de tip CNAV din Irlanda sunt foarte relevante și pentru investitorii AIF din afara UE (22 %). Societățile de asigurări și fondurile de pensii reprezintă principalii investitori în fondurile de tip VNAV pe termen scurt din Franța. Cea mai mare concentrare de investiții SNF în FPM se observă în cazul fondurilor de tip CNAV din Luxemburg (46 de miliarde EUR), al fondurilor de tip VNAV, exceptându-le pe cele pe termen scurt, din Franța (41 de miliarde EUR) și al fondurilor de tip CNAV din Irlanda (29 de miliarde EUR). În final, marea majoritate a investitorilor în FPM din Spania și Italia aparțin sectorului gospodăriilor populației. Cifra totală referitoare la investițiile populației din UE în FPM pentru cele șase țări raportoare este de 32 de miliarde EUR. O proporție considerabilă a investitorilor gospodării ale populației din afara UE aparține fondurilor de tip CNAV din Luxemburg (16 miliarde EUR).

#### III.4 Concentrarea sectorului

Sectorul european al FPM este relativ concentrat, îndeosebi în cazul fondurilor de tip CNAV. Potrivit sondajului, principalele zece fonduri de tip CNAV din Europa — dintr-un total de 123 — dețin o cotă de piață de aproximativ 55 %, reprezentând 226 de miliarde EUR (**tabelul 10**). Comparabil, principalele zece fonduri de tip VNAV dețin 33 %, toate, exceptând unul, aflându-se în Franța. În cazul fondurilor non-OPCVM, principalele zece fonduri reprezintă 74 % din cota de piață <sup>(1)</sup>.

Tabelul 10

## Gradul de concentrare a principalelor 3, 5, 10 și 20 de fonduri în cazul unor categorii de fonduri (%)

Fonduri	Fonduri de tip CNAV, Irlanda	Fonduri de tip CNAV, Luxemburg	Franța	Toate fondurile de tip CNAV	Toate fondurile de tip VNAV	OPCVM	Non-OPCVM	Toate fondurile
Principalele 3	26,10 %	65,40 %	16,70 %	27,60 %	15,10 %	16,50 %	46,10 %	12,30 %
Principalele 5	38,40 %	77,30 %	23,10 %	36,50 %	21,10 %	22,70 %	55,70 %	17,60 %
Principalele 10	64,00 %	86,80 %	35,90 %	55,50 %	32,80 %	34,40 %	73,70 %	26,80 %

<sup>(1)</sup> Mai ales datorită unui fond masiv de tip VNAV din Franța, care reprezintă 35 % din fondurile non-OPCVM din sondaj.

Fonduri	Fonduri de tip CNAV, Irlanda	Fonduri de tip CNAV, Luxemburg	Franța	Toate fondurile de tip CNAV	Toate fondurile de tip VNAV	OPCVM	Non-OPCVM	Toate fondurile
Principalele 20	84,30 %	N/A	50,50 %	77,60 %	48,10 %	52,20 %	88,80 %	40,60 %

Sursa: Sondajul CERS.

Notă: Acțiunile de la categoriile „Franța” și „Toate fondurile” sunt calculate față de totalul activelor administrate raportat în statisticile BCE pentru țările raportoare; pentru toate celelalte categorii, acțiunile se referă la totalul activelor administrate de fonduri pentru care sunt disponibile informațiile corespunzătoare (CNAV sau VNAV, OPCVM sau non-OPCVM), mai exact 89 % și, respectiv, 82 % din total.

O analiză a gradului de concentrare pe grupuri de administrare evidențiază că principalele cinci grupuri care administrează FPM în Europa reprezintă 40 % din totalul sectorului FPM din UE, iar principalele zece, 54 %. Sectorul fondurilor de tip CNAV este chiar mai concentrat, principalele cinci grupuri reprezentând 87 % din activitate în Luxemburg și 59 % în Irlanda. Cu privire la fondurile non-OPCVM, principalii trei operatori din Europa administrează aproximativ 67 % din sector. Dintre principalele zece grupuri din Europa, șapte au legătură cu băncile (inclusiv patru dintre principalele cinci), două sunt administratori de active independenți și unul aparține unui grup de asigurări.

Tabelul 11

**Gradul de concentrare a sectorului FPM pe grupuri de administrare a fondurilor ( % )**

Sponsori	Fonduri de tip CNAV, Irlanda	Fonduri de tip CNAV, Luxemburg	Franța	Toate fondurile de tip CNAV	Toate fondurile de tip VNAV	OPCVM	Non-OPCVM	Toate fondurile
Principalele 3	43,90 %	84,10 %	46,20 %	51,10 %	43,90 %	37,90 %	67,00 %	30,00 %
Principalele 5	59,30 %	86,80 %	58,60 %	61,10 %	55,70 %	47,10 %	77,00 %	40,50 %
Principalele 10	73,80 %	N/A	71,10 %	81,60 %	70,20 %	62,30 %	91,90 %	53,60 %

Sursa: Sondajul CERS.

Notă: Acțiunile de la categoriile „Franța” și „Toate fondurile” sunt calculate față de totalul activelor administrate raportat în statisticile BCE pentru țările raportoare; pentru toate celelalte categorii, acțiunile se referă la totalul activelor administrate de fonduri pentru care sunt disponibile informațiile corespunzătoare (CNAV sau VNAV, OPCVM sau non-OPCVM), mai exact 89 % și, respectiv, 82 % din total.

### III.5 Devierea fondurilor de tip CNAV de la paritate

În trecut, FPM europene au prezentat devieri între prețul paralel și prețul constant (respectiv au suferit pierderi nerealizate din evaluarea la prețul pieței). Potrivit sondajului CERS, din eșantionul de 76 de fonduri (cu active administrate în valoare de 414 miliarde EUR), 18 fonduri de tip CNAV au înregistrat devieri de până la 10 puncte de bază, iar 15, devieri superioare acestui nivel, în perioada iunie 2007-iunie 2012 (tabelul 12). De asemenea, 13 dintre cele 15 fonduri de tip CNAV care au consemnat devieri de peste 10 puncte de bază reprezintă active administrate în valoare de aproximativ 72 de miliarde EUR<sup>(1)</sup>; acestea includ trei dintre principalele zece fonduri din eșantion. Cu toate acestea, pentru unele fonduri devierile au fost limitate la evenimentul de credit ulterior falimentului Lehman Brothers din 2008. Ar trebui observat că aceste date se referă atât la perioadele anterioare, cât și la cele ulterioare reformei cadrului de reglementare a FPM inițiate de CESR/AEVMP și că devierile produse în aceste perioade nu pot fi diferențiate de datele din sondaj.

Tabelul 12

**Devierile fondurilor de tip CNAV de la paritate în perioada iunie 2007-iunie 2012 (milioane EUR și %)**

Deviere	Total	cu date disponibile privind dimensiunea			
	Număr de fonduri	Număr de fonduri	Total NAV	Pondere	Principalele 3 fonduri de tip NAV
Până la 10 puncte de bază	18	13	77,872	28,00 %	45,935
11 puncte de bază sau mai mult	15	12	72,253	26,50 %	45,935

Sursa: Sondajul CERS.

Notă: Număr de devieri de la paritate în perioada iunie 2007-iunie 2012; sfera de acoperire: 78 de fonduri de tip CNAV (date privind dimensiunea fondurilor au fost disponibile numai pentru 65 de fonduri).

<sup>(1)</sup> Datele pentru celelalte două fonduri de tip CNAV nu sunt disponibile.

#### IV. RECOMANDĂRILE CERS

##### IV.1 Domeniul de aplicare al recomandărilor

**Obiectivul** care stă la baza recomandărilor CERS este atenuarea riscurilor pe care le prezintă FPM din UE pentru stabilitatea financiară, care provin din caracteristicile similare celor ale băncilor și din susceptibilitatea acestora de a genera retrageri masive ale investitorilor (în special în cazul fondurilor de tip CNAV). De asemenea, recomandările urmăresc punerea în aplicare adecvată și consecventă în Europa a recomandărilor IOSCO relevante.

Comisia și-a anunțat intenția de a elabora măsuri legislative la nivelul Uniunii referitoare la OPCVM și FPM. În concordanță cu obiectivul punerii în aplicare armonizate la nivelul întregii Uniuni, Comisia este unicul **destinatar** al recomandărilor CERS. Comisia poate solicita opinia autorităților europene de supraveghere (AES) — în special din partea AEVMP — cu privire la punerea în aplicare a recomandărilor CERS și, pentru a asigura aplicarea armonizată a recomandărilor, le poate solicita acestora să elaboreze standardele tehnice, orientările și recomandările necesare (inclusiv modelele de raportare și publicare). Stabilirea standardelor tehnice aferente reglementării FPM nu face parte din domeniul de aplicare al prezentei anexe.

În ceea ce privește intervalul de punere în aplicare a recomandărilor și în conformitate cu calendarul preconizat pentru reforma cadrului OPCVM, Comisia este invitată să raporteze CERS până la sfârșitul lunii iunie 2013 și sfârșitul lunii iunie 2014 cu privire la progresele înregistrate în punerea în aplicare a recomandărilor. Pentru recomandarea A, se propun, suplimentar, dispoziții tranzitorii.

În ceea ce privește **sfera de acoperire a fondurilor**, în conformitate cu recomandările IOSCO, recomandările CERS au în vedere organismele de plasament colectiv (OPC) din UE care sunt oferite/vândute investitorilor ca instrumente de menținere a principalului și de furnizare de lichiditate zilnică și randamente-țintă în concordanță cu ratele dobânzilor pe piața monetară. Acestea se referă în special la fondurile clasificate sau vândute ca FPM sau ca având caracteristicile unui FPM (respectiv urmărirea menținerii valorii capitalului, răscumpărări zilnice și rate ale dobânzilor pe piața monetară) sau fonduri vândute astfel încât să creeze această impresie (de exemplu, vândute ca fonduri în numerar, fonduri lichide sau de furnizare de lichiditate sau fonduri cu scadențe pe termen scurt). Dacă nu se face trimitere explicită la tipul de fond (de exemplu, CNAV, VNAV, FPM pe termen scurt, OPCVM, non-OPCVM), recomandările CERS urmăresc să acopere toate tipurile de FPM europene definite mai sus, indiferent de denumire sau de cadrul de reglementare aplicabil acestora.

Fiecare recomandare este prezentată detaliat mai jos, alături de raționamentul economic și o evaluare, incluzând posibilele avantaje și dezavantaje și, după caz, impactul potențial asupra pieței. Pentru evaluare, s-au utilizat, în mare măsură, studii, rezultatele unei colectări speciale de date și s-au organizat discuții cu participanții pe piață.

##### IV.2 Recomandarea A — Trecerea obligatorie la valoarea activelor nete variabilă

*Se recomandă Comisiei să asigure că legislația relevantă a Uniunii:*

- 1. prevede ca FPM să aibă o valoare a activelor nete fluctuantă;*
- 2. prevede ca FPM să generalizeze utilizarea evaluării la valoarea justă și să restricționeze utilizarea înregistrării în contabilitate la cost amortizat la un număr limitat de situații predefinite.*

###### IV.2.1 Raționament economic

###### (a) Opțiuni în materie de politici

O considerație importantă privind riscurile sistemice aferente FPM este că acestea sunt entități din sistemul bancar paralel care îndeplinesc o funcție economică similară celei a băncilor. Deși fac obiectul supravegherii pieței, acestea nu se bucură de forma juridică echivalentă și de cadrul de reglementare aplicabil băncilor (secțiunea II).

Recomandările IOSCO (octombrie 2012), astfel cum au fost aprobate de CSF, urmăresc abordarea acestei probleme. Documentul consultativ al CSF (noiembrie 2012) cu privire la reforma sistemului bancar paralel sprijină activitatea IOSCO. Acest document prevede că riscurile pot fi abordate în două moduri: (i) înlăturând caracteristicile FPM care le sporesc susceptibilitatea de a cauza retrageri masive ale investitorilor, respectiv înlăturând caracteristicile de natura depozitelor pe care le au în comun cu băncile; (ii) permițând FPM să își păstreze caracteristicile de natura depozitelor, dar impunându-le să implementeze măsuri de atenuare a riscurilor după modelul reglementării prudențiale a băncilor.

Prima opțiune ar presupune reforme ale evaluării acțiunilor FPM pentru a înlătura caracteristicile de natura depozitelor. Astfel, evaluarea acțiunilor ar trebui să reflecte mai bine valoarea activelor-suport ale FPM. Aceasta presupune că va fi necesar ca FPM să utilizeze modelul VNAV și să generalizeze utilizarea evaluării la valoarea justă; orice utilizare continuă a

înregistrării în contabilitate la cost amortizat nu ar trebui să permită variații semnificative ale valorii activelor în raport cu valoarea justă. Pe de altă parte, fondurilor de piață monetară li se poate permite să continue utilizarea modelului CNAV, însă sub rezerva unei armonizări sporite cu reglementările bancare. În special, acestea ar trebui să funcționeze pe baza unor cerințe echivalente cu cerințele de capital, de lichiditate și cu alte cerințe prudențiale care se aplică băncilor și le protejează împotriva retragerilor masive ale deponenților.

Acest aspect se regăsește în recomandarea 10 a IOSCO: „FPM care oferă o NAV stabilă ar trebui să facă obiectul unor măsuri destinate reducerii riscurilor specifice aferente caracterului stabil al NAV și să internalizeze costurile care decurg din aceste riscuri. Autoritățile de reglementare ar trebui să solicite, acolo unde este posibil, o conversie în NAV fluctuantă/variabilă. Alternativ, ar trebui introduse măsuri de protecție pentru a consolida rezistența la șocuri a FPM cu o NAV stabilă și capacitatea acestora de a face față unor răscumpărări semnificative.” În documentul consultativ din luna noiembrie 2012 menționat mai sus, CSF precizează, de asemenea, că atunci când o astfel de conversie nu este posibilă, măsurile de protecție necesare „ar trebui să fie echivalente, din punct de vedere funcțional, cu cerințele de capital, de lichiditate și cu alte cerințe prudențiale pentru bănci, care le protejează împotriva retragerilor masive ale depozitelor”. Recomandarea 4 a IOSCO prevede în continuare că „FPM ar trebui să respecte principiul general al valorii juste în procesul de evaluare a titlurilor deținute în portofoliu. Metoda costurilor amortizate ar trebui utilizată numai într-un număr limitat de situații.”

Atunci când se are în vedere trecerea de la CNAV la VNAV, ar trebui analizate atent evoluțiile internaționale în curs (secțiunea I.1). CSF a planificat finalizarea pachetului de recomandări privind sistemul bancar paralel pentru luna septembrie 2013 (CSF, noiembrie 2012). Având în vedere gradul de interconectare a piețelor și capacitatea ridicată de adaptare a sistemului bancar paralel, se poate susține că propunerile privind sistemul bancar paralel, din care fac parte FPM, ar trebui să fie cuprinzătoare și că o abordare fragmentară sau incompletă ar face imediat obiectul unui arbitraj de reglementare. CSF a declarat că, după elaborarea recomandărilor finale, va lucra la procedurile de asigurare a implementării corespunzătoare a diferitelor recomandări privind sistemul bancar paralel. Cu toate acestea, nu are în vedere demersuri suplimentare în ceea ce privește recomandările privind FPM în sine.

În concordanță cu natura fundamentală a produsului de tip FPM, opțiunea preferată în materie de politici este consolidarea caracteristicilor de plasamente ale FPM și reducerea caracteristicilor de natura băncilor/depozitelor prin conversia obligatorie a fondurilor de tip CNAV în fonduri de tip VNAV. Raționamentul care stă la baza adoptării unor dispoziții mai stricte decât cele prevăzute de recomandarea 10 a IOSCO este impulsivitatea redusă a unor retrageri masive ale investitorilor, transparența sporită a prețurilor și diminuarea gradului de interconectare, astfel cum se detaliază mai jos.

#### (b) Reducerea riscurilor

Deși retragerile masive ale investitorilor se pot produce în cazul tuturor tipurilor de fonduri care furnizează necorelări ale scadențelor sau lichidității, fondurile de tip CNAV au caracteristici care sugerează că există o probabilitate mai mare ca un investitor să încerce să obțină avantajul „celui care acționează primul” în perioade caracterizate de tensiuni pe piețe (secțiunea II.1). Conversia în VNAV va reduce riscurile specifice asociate fondurilor de tip CNAV și efectele unui eveniment de credit. Modelul VNAV poate **reducе impulsul acționarilor de a se retrage masiv** în momentul în care un fond înregistrează o pierdere modestă. Astfel cum se subliniază în secțiunea II, chiar și pierderile minore pot cauza retrageri masive dintr-un FPM, care s-ar putea propaga la nivelul altor FPM. Avantajul „celui care acționează primul”, generat de utilizarea înregistrării în contabilitate la cost amortizat și a rotunjirii NAV, poate fi redus prin obligarea acționarilor să răscumpere la o valoare a activelor nete care reflectă pierderile actuale, reducând astfel transferul pierderilor către restul acționarilor.

Utilizarea mai redusă a înregistrării în contabilitate la cost amortizat și a rotunjirii poate oferi, de asemenea, investitorilor **transparență la nivelul prețurilor**, întrucât permite fluctuații ale cotațiilor acțiunilor, la fel ca în cazul altor OPC, și poate îmbunătăți înțelegerea, în rândul investitorilor, a riscurilor inerente ale acestor fonduri, precum și a diferenței dintre acestea și depozite. Astfel, aceasta poate diminua așteptările investitorilor, potrivit cărora FPM nu pot fi vulnerabile la pierderi, și poate reduce riscul potențial al unei retrageri masive atunci când un fond nu se ridică la așteptările respective. Este mai probabil ca producerea unor fluctuații periodice să fie anticipată și, prin urmare, acceptată de investitori, la fel ca în cazul altor produse de investiții, întrucât reducerile prețurilor pe piață nu vor semnala în mod necesar neplata iminentă a titlurilor din portofoliu <sup>(1)</sup>. VNAV poate reduce gradul de incertitudine privind calitatea activelor de portofoliu, întrucât aceasta va fi reflectată în NAV.

<sup>(1)</sup> De exemplu, pe parcursul verii anului 2011, valoarea FPM de tip VNAV din Europa a înregistrat fluctuații, reflectând schimbările survenite pe piețe și gradul mai ridicat de volatilitate. În pofida acestor fluctuații, efectele asupra răscumpărărilor au fost nesemnificative, ceea ce sugerează că investitorii acceptă variații temporare (inclusiv variații negative) ale NAV aferente fondurilor acestora.

În cazul FPM care investesc în scadențe foarte scurte, cu un nivel mai scăzut al riscului de credit și de dobândă, acest risc mai scăzut se va traduce, probabil, într-o NAV mai puțin fluctuantă. Întrucât investitorii vor putea să compare fluctuațiile zilnice ale valorii în diferite condiții de piață, informațiile îi vor ajuta pe investitori să adopte deciziile care corespund cel mai bine preferințelor lor privind riscul și randamentele.

Deși avantajul „celui care acționează primul” poate fi redus, impulsul de a răscumpăra înaintea altora se poate menține, deși în mai mică măsură. Un FPM nu dispune de lichiditate zilnică în proporție de 100 %, astfel că pot exista unele cazuri extreme în care nu se poate da curs solicitărilor de răscumpărare ale investitorilor. Prin urmare, în cazul unui nivel foarte ridicat al răscumpărărilor, investitorii pot fi în continuare impulsionați să răscumpere (la fel ca în cazul oricărui fond de investiții), întrucât răscumpărările ulterioare pot obliga fondul să vândă active mai puțin lichide și, eventual, să înregistreze pierderi. Incertitudinile contabile care caracterizează și fondurile de tip VNAV pot contribui, de asemenea, la riscurile de retrageri masive.

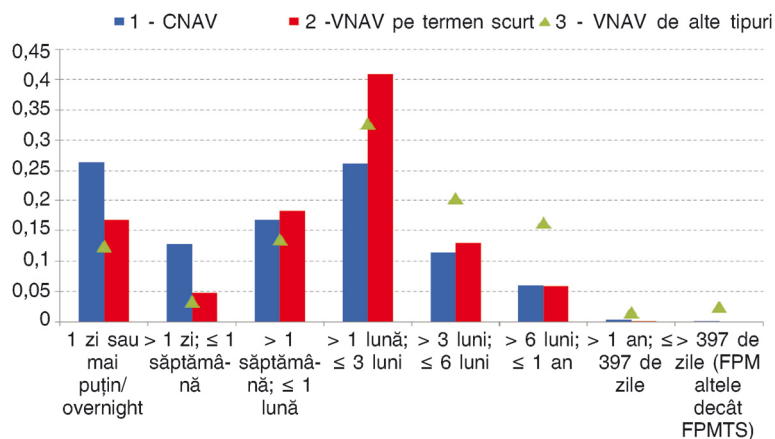
Pentru a limita în continuare aceste riscuri, inclusiv în privința fondurilor de tip VNAV, recomandarea abordează evaluarea instrumentelor unice. În general, FPM ar trebui să asigure că activele sunt evaluate în funcție de prețurile actuale ale pieței, cu condiția ca prețurile respective să fie disponibile, fiabile și actualizate. În cazul în care prețurile pieței nu sunt disponibile sau fiabile, fondurile ar trebui, în general, să evalueze titlurile deținute în portofolii cu ajutorul unor modele de evaluare bazate pe curba actuală a randamentelor și pe *spread*-ul emitentului.

Recomandarea nu presupune interzicerea totală a înregistrării în contabilitate la cost amortizat. Cu toate acestea, dacă se permite în continuare înregistrarea în contabilitate la cost amortizat, trebuie să se aplice măsuri stricte de protecție pentru a limita la minimum riscul de stabilire incorectă a prețurilor. În conformitate cu recomandarea IOSCO, înregistrarea în contabilitate la cost amortizat ar trebui utilizată numai atunci când se consideră că permite aproximarea corespunzătoare a prețului instrumentului.

Ar trebui aplicate restricții privind utilizarea înregistrării în contabilitate la preț amortizat în ceea ce privește scadența reziduală a instrumentului, întrucât acest lucru ar reduce considerabil riscurile unei discrepanțe între prețul CNAV și prețul real al unui FPM. Deși IOSCO recomandă un interval maxim de 90 de zile, instrumentele cu o scadență reziduală chiar mai scăzută pot genera vulnerabilitate față de riscul de dobândă și de credit. În această privință, ar trebui subliniat că FPM europene (în special fondurile de tip CNAV) dețin o proporție ridicată de active cu o scadență reziduală care nu depășește 90 de zile (**figura 6**). În SUA, SEC (1977) permite evaluarea la cost amortizat în cadrul fondurilor mutuale numai în cazul unei scadențe restante de 60 de zile sau mai puțin, însoțită de măsuri de protecție suplimentare <sup>(1)</sup>. Deși toate limitările sunt aplicate cumulativ, ar exista, astfel, riscul utilizării intense a înregistrării în contabilitate la cost amortizat dacă s-ar avea în vedere un interval maxim de 90 de zile. Pentru un fond de tip CNAV, stabilirea incorectă a prețurilor chiar și pentru 0,5 % din active poate impulsiona retrageri masive, întrucât investitorii pot încerca să răscumpere la valoarea nominală, înainte ca acțiunile fondului să scadă sub valoarea de 1 USD.

Figura 6

**Structura pe scadențe a activelor în funcție de tipul de fond (%)**



Sursa: Sondajul CERS.

Notă: Categoria „1 zi sau mai puțin” include, de asemenea, depozite fără scadență sau cu scadență nedeterminată. Sfera de acoperire a fondurilor CNAV este de 82 % din activele administrate.

<sup>(1)</sup> În prezent, articolul 2a-7 permite o abatere de la această regulă generală pentru FPM, care pot să utilizeze înregistrarea în contabilitate la cost amortizat și rotunjirea, fără limitarea respectivă. Potrivit FSO (2012), conversia în VNAV ar necesita eliminarea acestei scutiri și, astfel, FPM ar trebui să își evalueze portofoliile în același mod ca toate celelalte fonduri mutuale, inclusiv utilizând evaluarea la cost amortizat numai în cazul unei scadențe restante de 60 de zile sau mai puțin și alte condiții suplimentare.

Recomandarea B privind cerințele de lichiditate va aborda, de asemenea, fondurile de tip VNAV și ar trebui să reducă în continuare riscul unor retrageri masive. Totuși, ar trebui admis faptul că, deși riscurile vor fi, probabil, reduse, riscul unor retrageri masive nu poate fi eliminat complet, întrucât FPM asigură transformarea scadențelor.

În cele din urmă, recomandarea A poate contribui la abordarea riscului sistemic aferent **interconectării** sponsorilor FPM, întrucât orice fluctuații ale VNAV ar putea reduce dependența investitorilor de sprijinul implicit și discreționar din partea sponsorilor. Acest fapt se datorează numărului mai scăzut de stimulente pe care le au sponsorii fondurilor de tip VNAV pentru a interveni în vederea stabilizării cotațiilor acțiunilor.

#### IV.2.2 Evaluare

##### (a) Impact posibil

Orice opțiuni în materie de politici legate de FPM trebuie evaluate minuțios în ceea ce privește impactul potențial asupra stabilității financiare și asupra funcționării pieței. Opțiunea în materie de politici cel mai discutată în prezent la nivel internațional este trecerea obligatorie de la FPM de tip CNAV la FPM de tip VNAV. Având în vedere legăturile internaționale create de FPM, o aliniere globală a intervențiilor în materie de reglementare ar reprezenta soluția optimă. Cu toate acestea, la data prezentului raport, nu se cunoaște dacă în SUA (cea mai mare piață a FPM din lume) vor fi implementate alte reforme în domeniul reglementării în viitorul apropiat. În același timp, inițiative legislative privind cadrul OPCVM sunt în curs în Europa, ceea ce poate oferi ocazia de a introduce măsuri de reducere în continuare a riscurilor sistemice generate de FPM (secțiunea I).

Pe de o parte, consecințele trecerii obligatorii (unilaterale) a FPM europene la VNAV ar putea fi nesemnificativă pentru sectorul FPM european, conform ipotezei că investitorii în FPM de tip CNAV nu prezintă sensibilitate la clasificarea efectivă a unui fond, fiind mai preocupați de activele-suport din componența acestuia. Pe de altă parte, ar putea avea loc o ieșire bruscă din fondurile de tip CNAV europene către alte jurisdicții sau produse alternative. Aceasta ar putea afecta semnificativ evaluarea și disponibilitatea finanțării pe termen scurt pentru împrumutații europeni, în special pentru bănci.

Cu ocazia mesei rotunde organizate de CERS cu părțile interesate din sectorul privat, o serie de participanți din sector au susținut că reducerea cererii investitorilor ar putea fi improbabilă pentru investitorii din UE, însă ar fi mai semnificativă pentru investitorii din afara UE, în special pentru investitorii din SUA care sunt atrași în mod deosebit de componenta CNAV. Reducerea cererii investitorilor americani ar putea fi considerabilă dacă nu se întreprinde sau nu se anticipează o reformă similară în materie de reglementare în SUA în viitorul apropiat. Deși impactul unei posibile treceri unilaterale la VNAV în Europa este foarte dificil de evaluat, nu în ultimul rând datorită incertitudinilor cu privire la comportamentul investitorilor, secțiunea II furnizează o serie de informații utile care pot oferi cel puțin o orientare.

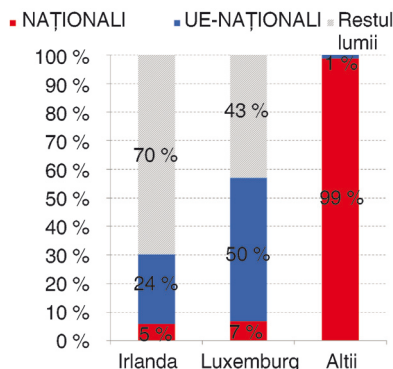
Fondurile de tip CNAV prezintă o expunere substanțială la IFM din afara UE (un total de 161 de miliarde EUR), față de IFM din UE (146 de miliarde EUR), datorată în special fondurilor irlandeze (128 de miliarde EUR, 47 % din totalul activelor administrate). Expunerea transfrontalieră a fondurilor de tip CNAV irlandeze la IFM din cadrul UE este, de asemenea, ridicată (75 de miliarde EUR). Pentru Luxemburg, expunerea la IFM din UE (58 de miliarde EUR) este mai ridicată decât cea la IFM din afara UE (33 de miliarde EUR), deși în acest caz sfera de acoperire este mai redusă, iar cifrele respective ar putea subestima expunerea reală. Finanțarea IFM europene în valoare de 146 de miliarde EUR ar putea fi, prin urmare, afectată de trecerea obligatorie la VNAV, deși este probabil ca o parte din această finanțare să fie în continuare investită în IFM europene, de exemplu prin dețineri directe de titluri emise de bănci europene sau prin intermediul depozitelor bancare.

Există incertitudini considerabile privind repartizarea geografică a investitorilor IFM, după cum ilustrează diferențele dintre statisticile BCE și cifrele din sondajul ad-hoc realizat de CERS (**tabelul 9** din secțiunea III.3). Fondurile de tip CNAV se află în principal în Irlanda și Luxemburg, iar tabelul 9 din secțiunea III.3 oferă informații privind repartizarea geografică și pe sectoare a bazei de investitori a acestora (a se vedea, de asemenea, **figura 7** și **figura 8** de mai jos).



Figura 7

## Repartizarea geografică a investitorilor FPM (%)

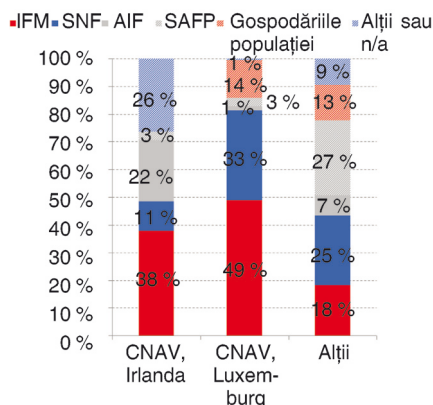


Sursa: Sondajul CERS.

Notă: La categoria „Alții” sunt incluse fonduri din Franța, Germania, Italia și Spania. Acoperirea este de 100 % din sondajul CERS și aproximativ 70 % din totalul activelor administrate de FPM din UE.

Figura 8

## Repartizarea pe sectoare a investitorilor FPM (%)



Sursa: Sondajul CERS.

Notă: La categoria „Alții” sunt incluse fonduri din Franța, Germania, Italia și Spania, la care se adaugă fonduri de tip VNAV din Irlanda și Luxemburg. Acoperirea este de 100 % din sondajul CERS și aproximativ 70 % din totalul activelor administrate de FPM din UE.

Conform rezultatelor sondajului CERS, ponderea investitorilor din afara UE în FPM irlandeze în total este de 70 % (sau de 202 miliarde EUR) (figura 7). Cu toate acestea, potrivit statisticilor BCE care acoperă ansamblul FPM, investitorii din afara zonei euro reprezintă 82 % (sau 253 de miliarde EUR). Totuși, nu este plauzibil ca investitorii din Regatul Unit și din alte state membre ale UE care nu fac parte din zona euro să reprezinte numai 51 de miliarde EUR (diferența dintre cele două cifre), în timp ce fondurile în GBP din Irlanda reprezintă aproximativ 134 de miliarde EUR. Deși o cifră precisă nu este disponibilă, cifra din sondajul CERS (202 miliarde EUR) poate fi considerată limita superioară a intervalului; limita inferioară ar putea fi dedusă din statisticile BCE ca fiind totalul sectorului „Restul lumii” minus valoarea totală a fondurilor în GBP (respectiv 119 miliarde EUR; sau 253 de miliarde EUR minus 134 de miliarde EUR). În total, ponderea investitorilor din restul lumii în Irlanda ar putea fi cuprinsă, astfel, între 119 miliarde EUR și 202 miliarde EUR. Potrivit sondajului, acești investitori investesc în special în fonduri de tip CNAV (84 %).

În ceea ce privește Luxemburg, datele din sondaj au urmărit numai o acoperire parțială a bazei de investitori în FPM, respectiv aproximativ 74 % din fondurile totale investite. Potrivit acestor date, sectorul „Restul lumii” (respectiv țările din afara UE) reprezintă circa 79 de miliarde EUR, sau 43 % din baza totală de investitori. Cifra echivalentă din statisticile BCE, care include totuși investitori din Regatul Unit, este de 152 de miliarde EUR, sau 61 % din baza totală de investitori. La deducerea fondurilor în GBP din Luxemburg (echivalentul a aproximativ 20 de miliarde EUR), intervalul dintre cele două cifre rămâne destul de amplu (de la 79 de miliarde EUR la 132 de miliarde EUR).

În ceea ce privește fondurile de tip CNAV, sunt disponibile numai date din sondajul CERS. Potrivit acestei surse, investitorii din afara UE reprezintă 257 de miliarde EUR, sau 62 % din baza totală de plasamente. Totuși, această cifră poate fi supraestimată, având în vedere incertitudinile cu privire la originea investitorilor.

În ansamblu, conform rezultatelor sondajului CERS, există, prin urmare, un potențial de 257 de miliarde EUR (sau 25 % din total) de cerere din partea investitorilor din afara UE care ar putea fi atrași mai ales de componenta CNAV; din păcate, repartizarea geografică a bazei de investitori nu permite identificarea categoriei investitorilor americani. În cazul în care trecerea la VNAV ar determina plecarea acestor investitori, ar putea fi afectate un sfert din activele administrate aferente FPM din Europa. Aceasta ar putea avea efecte și asupra finanțării IFM. Totuși, întrucât fondurile de tip CNAV investesc în mare parte în afara UE (a se vedea **tabelul 4** din secțiunea III.3), impactul asupra IFM europene poate fi mai limitat. De asemenea, ponderea investitorilor din afara UE este, probabil, mult supraestimată în sondaj. Conform datelor IMMFA, 10 % sau aproximativ 40 de miliarde EUR pot fi atribuite investitorilor americani; în consecință, efectele directe ale plecării acestor investitori ar fi relativ ne semnificative.

#### (b) Dispoziții tranzitorii

Dispozițiile tranzitorii privind trecerea obligatorie la VNAV ar fi necesare din mai multe motive. În primul rând, conversia din CNAV în VNAV ar putea reprezenta o provocare la nivel operațional, atât pentru administratori, cât și pentru investitori, întrucât este posibil să fie necesară restructurarea sistemelor informatice și de *back office*. În al doilea rând, se pot consemna răscumpărări masive din partea investitorilor care încearcă să evite pierderile potențiale în cazul în care CNAV preponderentă diferă de VNAV „reală”. Prin urmare, se recomandă o perioadă de tranziție suficient de lungă pentru FPM existente, pe parcursul căreia CNAV poate fi menținută pentru a permite ajustările necesare. Perioada de tranziție pentru fondurile de tip CNAV existente ar putea fi de cel puțin doi ani de la publicarea finală a normelor aplicabile. În plus, FPM ar trebui să anunțe trecerea la VNAV și să explice efectele acesteia cu atenție, cu mult înainte de implementarea modificării. De asemenea, investitorii ar avea timp suficient să ia în considerare orice reforme care ar putea fi implementate pentru FPM din SUA, ceea ce ar contribui la atenuarea preocupărilor legate de practica cunoscută ca „front-running”.

#### (c) Cerințele de capital ca o alternativă posibilă

##### **Motivație**

Dacă conversia în VNAV nu este posibilă, CSF (noiembrie 2012) propune alternativa implementării unor cerințe care vor avea același efect ca reglementarea prudențială a băncilor. În cazul în care nu ar exista legislație europeană care să prevadă conversia obligatorie a tuturor FPM de tip CNAV în FPM de tip VNAV, s-ar aplica măsuri stricte de protecție, inclusiv cerințe de capital, în conformitate cu reglementările bancare.

În continuare, sunt abordate în principal cerințele de capital. Motivația care stă la baza cerințelor de capital formale este că, la nivel conceptual, se pot stabili paralele între fondurile de tip CNAV și depozitele bancare (care sunt protejate prin intermediul cerințelor de capital ale băncilor). Scopul cerințelor de capital pentru fondurile de tip CNAV este sporirea capacității acestora de a suporta pierderi care pot fi generate de neplata activelor sau de vânzări ale activelor, destinate satisfacerii solicitărilor de răscumpărare, care amenință valoarea stabilă pe acțiune. Aceasta poate atenua riscurile sistemice asociate acestor fonduri, întrucât ar reduce avantajul „celui care acționează primul” și motivația investitorilor de a răscumpăra în perioade caracterizate de tensiuni, atât timp cât aceștia se așteaptă ca pierderile să fie mai mici decât valoarea amortizorului de capital<sup>(1)</sup>.

În afară de cerințele de capital, ar putea fi necesar ca FPM de tip CNAV să solicite o licență bancară cu scop limitat (Parlamentul European, 2012). Aceasta ar asigura că fondurile de tip CNAV sunt supuse reglementării prudențiale de natură bancară — în special în ceea ce privește capitalul. De asemenea, le-ar permite acestor entități să beneficieze de garantarea depozitelor și de lichiditate din partea băncii centrale, la fel ca în cazul băncilor.

##### **Modele posibile**

În prezent, sunt în curs de dezbateri la nivel internațional două proiecte posibile privind cerințele de capital: (i) un amortizor NAV finanțat de investitori; și (ii) cerințe de capital pentru administrator. Ambele modele sunt prezentate detaliat în continuare.

#### (i) Amortizorul NAV finanțat de piață

Prima opțiune ar fi un amortizor NAV, în cadrul căruia FPM ar crea o rezervă de capital la nivelul fondurilor, reținând o parte din venit ca mecanism de asistență potențial împotriva pierderilor. Legislația ar putea impune un amortizor NAV minim, iar fondul nu ar mai reține venituri în momentul atingerii nivelului minim al acestui amortizor. Totuși, acest proiect prezintă unele dezavantaje (a se vedea IOSCO, octombrie 2012).

<sup>(1)</sup> A se vedea, de exemplu, Gordon și Gandia (2012); Squam Lake Group (2011); FSOC (2012).

Constituirea unei rezerve suficient de ample necesită timp, iar acumularea amortizorului pe o perioadă extinsă ar avea o utilitate limitată pentru perioada de tranziție. Un amortizor mai restrâns se poate constitui mai rapid, însă utilitatea acestuia ar fi limitată, putând crea chiar impresia eronată a unui nivel mai ridicat de protecție a pierderilor investitorilor decât în realitate, ceea ce ar putea determina creșterea riscurilor sistemice. În mediul actual caracterizat de rate scăzute ale dobânzilor, acumularea unui amortizor substanțial ar fi, de asemenea, foarte dificil de obținut.

Acumularea amortizorului ar putea determina în continuare transferul beneficiilor de la acționarii existenți, care contribuie la crearea amortizorului, și de la acționarii viitori, care ar putea beneficia ulterior de pe urma acestuia.

Întrucât amortizorul va reduce direct randamentul pe care îl poate oferi fondul, investițiile în FPM pot deveni mai puțin atractive, iar cererea investitorilor se poate disipa. Fondurile ar putea ieși de pe piață pentru a evita amortizorul, reducând amploarea sectorului și disponibilitatea unei surse importante de finanțare pe termen scurt pentru IFM.

În cele din urmă, întrucât amortizoarele ar fi furnizate de acționarii fondurilor, administratorii/sponsorii nu ar deține o participație financiară în acestea, fiind astfel mai puțin impulsionați să gestioneze riscurile în mod prudent.

(ii) Cerințele de capital pentru sponsor/garanția explicită a sponsorului

Cea de a doua opțiune ar impune administratorilor/sponsorilor FPM să își asume un angajament explicit privind sprijinul financiar, care este adesea asumat în mod implicit. Un astfel de angajament explicit ar conferi un caracter obligatoriu sprijinului (actualmente discreționar) pe care FPM s-au bazat de multe ori în trecut și ar obliga sponsorul/administratorul să internalizeze costul aferent. Acest angajament explicit este rezonabil întrucât, astfel cum s-a menționat în secțiunea II.2, o sursă de riscuri sistemice asociate FPM o constituie caracterul discreționar al sprijinului din partea sponsorilor.

Este posibil ca administratorii FPM, sau, la nivel mai general, sponsorii, să fie obligați să constituie și să finanțeze un cont *escrow* care să absoarbă pierderile FPM. Capitalul ar fi deținut în afara FPM și ar reprezenta proprietatea sponsorului/garantului, nu un pasiv al FPM. Investitorii ar contribui indirect, de exemplu prin costuri/comisioane mai ridicate, ceea ce ar putea reduce cererea investitorilor. În mod alternativ, administratorul/sponsorul ar putea furniza, de asemenea, o garanție explicită, cu condiția ca administratorul/sponsorul să fie o entitate reglementată, supusă cerințelor de capital prudențiale.

### Dimensiune

Amortizorul/cerința de capital trebuie să fie suficient de ridicată pentru a oferi protecție considerabilă împotriva pierderilor și, astfel, pentru a reduce în mod eficient riscul de retrageri masive ale investitorilor. În caz contrar, acționarii ar fi impulsionați în mod similar să se retragă masiv în cadrul unui fond perceput ca fiind supus riscului unor pierderi care depășesc amortizorul de capital al acestuia sau în cadrul unui fond grevat de incertitudini privind capacitatea garantului de a oferi sprijin. Cerința de capital pentru garanția explicită oferită de sponsori, în special în cazul în care modelul CNAV ar fi menținut, ar trebui să fie consecventă cu cerințele respective de reglementare a capitalului pentru bănci.

**Squam Lake Group** (2011) sugerează ca, la stabilirea dimensiunii amortizorului necesar, să se țină cont de sumele cu care au contribuit sponsorii în perioada anterioară pentru a preveni ca fondurile CNAV să „scadă sub valoarea de 1 USD”. De exemplu, ar fi fost necesar un amortizor în valoare de cel puțin 0,03 USD pe acțiune în intervalul de două zile care a urmat falimentului băncii Lehman Brothers, când *Reserve Primary Fund* a raportat un preț minim de 97 de cenți pe acțiune.

**FSOC** (2012) propune un amortizor adaptat gradului de risc al activelor fondului, cu următoarele caracteristici: (i) nicio cerință privind un amortizor pentru numerar, titlurile de trezorerie și contractele repo de trezorerie (contracte repo colateralizate exclusiv cu numerar și titluri de trezorerie); (ii) o cerință privind un amortizor de 0,75 % pentru alte active lichide zilnice (sau pentru active lichide săptămânale, în cazul fondurilor scutite de impozite); și (iii) o cerință privind un amortizor de 1,00 % pentru toate celelalte active. Amortizorul NAV este deținut în exces față de activele necesare pentru a stabiliza prețul acțiunilor din cadrul fondului CNAV. FSOC menționează în continuare că deși, de regulă, FPM investesc în titluri cu risc mai scăzut, experiența arată că fondurile pot suferi pierderi care depășesc nivelul de 1 % al amortizorului NAV, menționat mai sus. Astfel, FSOC oferă o altă alternativă, cu un amortizor de până la 3 % (din nou, în funcție de structura activelor). Mai mult, propunerile FSOC includ, de asemenea, ideea unei „valori minime a soldului unui investitor care nu poate fi retrasă imediat”, care reprezintă o parte a valorii contului care ar fi disponibilă pentru răscumpărări cu întârziere.

**IOSCO** utilizează drept exemplu o valoare minimă de 50 puncte de bază pentru amortizorul NAV, cu scopul de a acoperi diferențele dintre valoarea la prețul pieței și valoarea nominală. Cu toate acestea, efectele unui amortizor de aceste dimensiuni nu ar fi echivalente din punct de vedere funcțional cu efectele cerințelor de capital pentru bănci, astfel cum

solicită CSF (noiembrie 2012). În temeiul **cadrului de adecvare a capitalului Basel III**, băncile trebuie să dețină capital suficient pentru a îndeplini două cerințe: o cerință de capital bazat pe riscuri și o cerință privind gradul de îndatorare. Aceasta din urmă impune o valoare minimă a capitalului de 3 % din activele băncilor [a se vedea Comitetul de la Basel pentru supraveghere bancară 2010, alineatul (153)]. Astfel, consolidarea activelor FPM în bilanțul băncii garantează presupune o cerință de capital de 3 % din NAV aferentă FPM. Prin urmare, pentru a respecta cerințele de reglementare prudențială a băncilor, în general trebuie avut în vedere un amortizor de capital de 3 %. Acesta ar trebui să se aplice indiferent dacă băncile sau, dacă acest lucru este permis, administratorul sau un terț angajează capitalul. Totuși, ar trebui observat că gradul de îndatorare de 3 % propus de Comitetul de la Basel este supus unei utilizări în paralel în perioada ianuarie 2013-ianuarie 2017, putând conduce la calibrări suplimentare ale gradului de îndatorare.

### Riscuri

Există o serie de riscuri asociate opțiunii privind impunerea unor cerințe de capital. În primul rând, cerința ar putea avea **implicații semnificative privind capitalul** pentru administrator/sponsorii. Dacă se ia drept referință cadrul de adecvare a capitalului Basel III, ar putea fi necesar un procent de cel puțin 3 % din NAV aferentă FPM, astfel cum se menționează mai sus. Potrivit estimărilor furnizate de unii membri CERS, pentru unele bănci europene, asigurarea unui amortizor de capital de 3 % pentru toate activele FPM de tip CNAV care sunt administrate în cadrul grupului de bănci poate avea un cost egal cu jumătate de punct procentual din capitalul comun al acestora (presupunând că acest amortizor de capital ar fi un activ contabil pentru banca-sponsor și ar fi dedus integral din capitalul propriu).

De asemenea, prevederea unui angajament explicit ar **spori gradul de interconectare** în cadrul sistemului financiar (în special cu sistemul bancar), îndeosebi dacă sponsorii mai importanți din punct de vedere sistemic pot contribui în mai mare măsură la finanțarea capitalului. Pe de altă parte, argumentul contrar ar fi că, în loc să sporească gradul de interconectare, cerințele de capital ar conferi transparență numai conexiunilor deja existente, ca urmare a relațiilor de sprijin implicite. Acest lucru ar ajuta atât investitorii în bănci, cât și pe cei în FPM să înțeleagă mai bine riscurile asumate. Totuși, sectorul FPM de tip CNAV din Europa prezintă deja un nivel semnificativ de **concentrare** (secțiunea III.4). Implementarea cerințelor de capital pentru fondurile de tip CNAV sau pentru sponsorii acestora ar putea conduce la o consolidare în cadrul sectorului, ceea ce ar determina o concentrare mai mare a riscurilor.

Întrucât este probabil ca investitorii să contribuie la amortizoarele/cerințele de capital, cel puțin indirect prin costuri/comisioane mai ridicate, o consecință a acestui fapt ar putea fi și **reducerea cererii investitorilor**. În ceea ce privește efectele potențiale asupra finanțării bancare, ar trebui reamintit că FPM de tip CNAV din Europa oferă IFM europene finanțare în valoare de aproximativ 146 de miliarde EUR.

Deși, din motive legate de stabilitate și transparență, angajamentele explicite sunt de preferat celor implicite, soluția optimă pare a fi conversia fondurilor de tip CNAV în fonduri de tip VNAV, și nu cerințele explicite de capital. Amortizoarele de capital nu sunt în concordanță cu caracteristica fundamentală a unui fond de investiții în care investitorii își asumă riscul investițional; în plus, acestea ar putea determina **estomparea în continuare a distincției dintre fonduri și bănci**.

### IV.3 Recomandarea B — Cerințe de lichiditate

*Se recomandă Comisiei să asigure că legislația relevantă a Uniunii:*

- completează cerințele de lichiditate existente pentru FPM prin impunerea unor volume minime explicite de active lichide zilnice și săptămânale pe care FPM trebuie să le dețină;*
- consolidează responsabilitatea administratorilor fondurilor în ceea ce privește monitorizarea riscului de lichiditate;*
- asigură că autoritățile naționale de supraveghere și administratorii fondurilor dispun de instrumente eficiente, de exemplu suspendarea temporară a răscumpărărilor, pentru a face față problemelor de lichiditate în perioade caracterizate de tensiuni determinate atât de evoluțiile specifice la nivel de fond, cât și de evoluțiile de pe piață.*

#### IV.3.1 Raționament economic

##### (a) Îmbunătățirea robusteții FPM

Recomandarea B urmează recomandările IOSCO în ceea ce privește gestionarea lichidității. În special, recomandarea 7 prevede că „fondurile de piață monetară ar trebui să dețină un volum minim de active lichide pentru a-și spori capacitatea de a face față răscumpărărilor și de a preveni vânzările la prețuri de lichidare (fire sales)”.

În contextul UE, după cum s-a explicat mai sus (secțiunea I.2), cadrul juridic european privind gestionarea riscurilor de lichiditate este deja solid. Printre alte dispoziții, un principiu general definit în articolul 1 din Directiva OPCVM prevede că un OPCVM răscumpără titluri de participare la solicitarea deținătorilor. În cazul FPM, orientările CESR/AEVMP prevăd că FPM ar trebui să furnizeze lichiditate zilnică investitorilor și că acestea trebuie să își gestioneze lichiditatea conform acestui principiu. Orientările CESR/AEVMP pentru FPM definesc, de asemenea, limite privind durata de viață medie ponderată și scadența medie ponderată, care impun restricții la nivelul gestionării lichidității și obligă administratorii să dețină active lichide.

Cu toate acestea, spre deosebire de reglementările existente, în special în SUA, în legislația UE nu se definesc ponderi explicite ale volumelor minime de active lichide pe care trebuie să le dețină FPM. În această privință, ar trebui subliniat că Parlamentul European (2012) a invitat Comisia să exploreze ideea introducerii unor cerințe specifice de lichiditate pentru FPM, prin stabilirea unor cerințe minime pentru lichiditatea *overnight*, săptămânală și lunară <sup>(1)</sup>.

Activele lichide ajută FPM să satisfacă solicitările de răscumpărare ale acționarilor și să evite vânzarea activelor în pierdere, la prețuri de lichidare (*fire sales*), precum și efectele de contagiune pentru alte fonduri care dețin titluri similare. În consecință, se recomandă introducerea unor volume minime explicite de active lichide zilnice și săptămânale în cadrul de reglementare al UE. Principalele avantaje ale acestei măsuri sunt următoarele:

- (a) va reflecta importanța activelor lichide pentru a permite FPM să **onoreze solicitări potențial semnificative de răscumpărare** din partea investitorilor și să manifeste rezistență în perioadele de volatilitate pe piață: experiența verii anului 2011, când FPM din SUA au putut să facă față unor răscumpărări semnificative, ilustrează aceste avantaje <sup>(2)</sup>;
- (b) va oferi o **bază armonizată privind practicile de lichiditate** ale FPM la nivel european și va contribui la sporirea încrederii investitorilor: Codul de bune practici al IMMFA, precum și metodologiile agențiilor de rating de credit, definesc în prezent praguri și cerințe diferite privind gestionarea lichidității (**caseta 1** de mai jos); în schimb, astfel cum s-a menționat anterior, reglementările SUA definesc praguri specifice pentru activele lichide zilnice și săptămânale;
- (c) va asigura că FPM **mențin o abordare prudentă privind gestionarea lichidității în timp**: lichiditatea aferentă FPM a sporit în urma crizei financiare din 2008 și a unei aversiuni sporite față de riscuri în contextul crizei datoriilor suverane din UE și al nivelului ridicat de volatilitate pe piețe. În momentul stabilizării condițiilor pe piață, există riscul ca FPM să reducă din nou volumul de active lichide deținute în portofolii și să se orienteze către instrumente cu un randament mai ridicat și cu o durată mai mare, ceea ce le-ar putea submina poziția de lichiditate;
- (d) introducerea unor ponderi explicite ar trebui avută în vedere ca parte a unei gestionări prudente a riscului de lichiditate (de exemplu, conform definiției prevăzute în articolul 51 din Directiva OPCVM), societatea de administrare rămânând pe deplin responsabilă de gestionarea lichidității.

#### Caseta 1

##### Abordări diferite privind amortizoarele de lichiditate

**IMMFA:** Un fond IMMFA trebuie să mențină cel puțin 10 % din activele nete în plasamente cu scadența în următoarea zi lucrătoare și cel puțin 20 % din activele nete în plasamente cu scadența în termen de cinci zile lucrătoare. În acest scop, membrii pot stabili tratamentul oricărei datorii suverane, ținând cont de volumul de lichiditate al fiecărui plasament, nu de scadența finală a acesteia.

**Fitch:** Lichiditatea zilnică este definită astfel: numerar deținut de un custode, care are cel puțin calificativul „A” și/sau „F1” sau un calificativ echivalent; contracte repo *overnight*; acțiuni ale FPM care au calificativul „AAAmf” acordat de Fitch sau un calificativ echivalent; titluri care vor ajunge la scadență sau cărora li s-a aplicat o caracteristică „la vedere” de către un furnizor cu un calificativ corespunzător, care este exercitabilă de către deținătorul obligațiunii și care trebuie plătită în interval de o zi lucrătoare; și obligațiuni directe emise de autorități guvernamentale cu calificative ridicate, care beneficiază de un nivel solid de lichiditate pe piață, cu condiția ca aceste obligațiuni să fie emise în moneda de bază a portofoliului, cu scadențe restante de 397 de zile sau mai puțin. Definiția lichidității săptămânale cuprinde toate elementele de mai sus, la care se adaugă titlurile care vor ajunge la scadență sau cărora li s-a aplicat o caracteristică „la vedere” de către un furnizor cu un calificativ corespunzător, care este exercitabilă de către deținătorul obligațiunii și care trebuie plătită fondului în termen de cinci zile lucrătoare și titluri emise de agenții supranaționale sau guvernamentale cu un calificativ ridicat, care beneficiază de un nivel solid de lichiditate pe piață, cu scadențe restante de 95 de zile sau mai puțin.

**Moody's:** Evaluarea lichidității efectuată de Moody's cuprinde atât structura pe scadențe și calitatea activelor, cât și expunerea la riscul de răscumpărări semnificative neplanificate. Moody's evaluează măsura în care un fond este investit în titluri lichide, în special titluri de stat cu calificativul Aaa și scadențele acestora, precum și alte active lichide, precum titluri cu o scadență mai mică de șapte zile.

**SEC:** FPM din SUA trebuie să dețină cel puțin 10 % din active în numerar *overnight* și 30 % în active cu scadența la cel mult o săptămână. Activele lichide zilnice sunt definite ca numerar, titluri ale Trezoreriei SUA și

<sup>(1)</sup> Parlamentul European (2012) a invitat, de asemenea, Comisia să perceapă comisioane de lichiditate la atingerea unui prag de declanșare, ceea ce conduce, de asemenea, la o obligație directă de informare față de autoritatea competentă de supraveghere și pentru AEVMP.

<sup>(2)</sup> Potrivit FSO (2012), în cele opt săptămâni încheiate la data de 3 august 2011, FPM instituționale de prim rang s-au confruntat cu ieșiri nete în valoare de 179 de miliarde USD (16 % din active).

titluri convertibile în numerar în termen de o zi lucrătoare. Activele lichide săptămânale reprezintă numerar, titluri ale Trezoreriei SUA, obligațiuni cu discount ale agențiilor guvernamentale cu scadențe restante de 60 de zile sau mai puțin și titluri convertibile în numerar (prin intermediul unei scadențe sau al unei opțiuni de vânzare) în termen de cinci zile lucrătoare.

Notă: Acestea reprezintă numai extrase. Pentru mai multe detalii, consultați reglementările și metodologiile aplicabile.

Pentru a defini dimensiunea și structura amortizoarelor de active lichide, ar trebui luate în considerare următoarele elemente:

- (a) există **un compromis** între dimensiunea amortizoarelor care urmează a fi impuse și tipul de active care vor fi considerate ca fiind eligibile, astfel cum ilustrează diferitele metodologii aplicate în prezent în Europa și diferitele cifre raportate de FPM cu privire la deținerile acestora de active lichide. Într-adevăr, cu cât cerințele privind amortizorul sunt mai mari, cu atât mai dificilă va fi îndeplinirea cerinței prin active de înaltă calitate;
- (b) ar trebui definite atât **activele lichide zilnice, cât și cele săptămânale**. Activele lichide zilnice sunt importante, întrucât solicitările de răscumpărare pot apărea foarte rapid<sup>(1)</sup>. Activele lichide săptămânale consolidează, de asemenea, robustețea fondului și capacitatea acestuia de a gestiona răscumpărări semnificative, extinzând totodată sfera de aplicare a activelor eligibile;
- (c) pentru a reduce dependența fondului de lichiditate pe piața secundară, definiția activelor lichide (cu excepția numerarului) ar trebui să țină cont, în primul rând, de **scadența reziduală**. În consecință, instrumentele definite ca active lichide zilnice și săptămânale ar trebui să aibă o scadență reziduală de una și, respectiv, cinci zile lucrătoare. Avantajul acestei abordări bazate pe scadența reziduală este evitarea emiterii de ipoteze privind lichiditatea pe piață a anumitor instrumente, întrucât activele lichide se pot transforma în active nelichide pe piețele caracterizate de tensiuni. Această definiție diferă de cea utilizată în SUA, care include titluri ale Trezoreriei și agențiilor guvernamentale, reflectând caracteristicile specifice ale pieței americane și dimensiunea pieței datoriilor de stat din SUA;
- (d) definiția amortizoarelor ar trebui să țină cont de riscurile asociate **posibilelor scadențe opționale ale activelor**. Aceste opțiuni se pot baza pe diferiți parametri, inclusiv tehnici cu expunere la riscul de contrapartidă, precum opțiunea de vânzare (de exemplu, obligațiuni cu opțiune de vânzare), posibilitatea de anulare (de exemplu, opțiuni care pot fi anulate), opțiunea de cumpărare (de exemplu, tehnici repo cu opțiune de răscumpărare). Aceste caracteristici pot genera efecte de contagiune și pot submina poziția de lichiditate în ansamblu a fondurilor, cu precădere pe piețele caracterizate de tensiuni;
- (e) **alte efecte de interconectare**, în special cu sectorul bancar, care pot afecta disponibilitatea activelor eligibile pentru a fi incluse în amortizoarele de lichiditate, ar trebui, de asemenea, luate în considerare.

(b) Consolidarea gestionării riscului de lichiditate

Pragurile care urmează a fi definite ar trebui considerate praguri minime. În consecință, administratorii ar trebui să își ajusteze deținerile de active lichide în funcție de profilul și baza de investitori (tipuri de investitori, modele de răscumpărare, concentrarea bazei de investitori etc.), precum și în funcție de condițiile de pe piață.

Ca parte a unei abordări robuste și bazate pe „cele mai bune practici” a gestionării lichidității, administratorii ar trebui să elaboreze exerciții periodice de *stress test*, bazate pe scenarii nefavorabile multiple (atât specifice fondurilor, cât și la nivelul întregii piețe) având un impact asupra profilului de lichiditate, în concordanță cu recomandarea 8 a IOSCO. FPM ar trebui, de asemenea, să dispună de planuri de urgență pentru a face față acestor perioade caracterizate de tensiuni.

Astfel cum se indică în recomandarea 6 a IOSCO, un domeniu important care trebuie avut în vedere îl reprezintă acționarii fondului. Acest lucru este în special relevant în contextul UE, unde investitorii instituționali, care, în general, prezintă o probabilitate mai ridicată de retrageri masive, constituie cea mai mare parte a bazei de investitori. Astfel cum se prezintă detaliat mai sus (secțiunea III.3), sondajul CERS arată că există incertitudini relative cu privire la baza de investitori a fondurilor. Datele neoficiale tind, de asemenea, să indice un rol tot mai important al platformelor în Europa și, prin urmare, este mai dificil ca administratorii să își „cunoască acționarii”. Implicațiile acestei tendințe ar trebui evaluate. De asemenea, FPM li s-ar putea solicita să obțină informații privind proprietarii care beneficiază efectiv de acestea, astfel cum se preconizează în propunerile de recomandări ale FSOC privind FPM în SUA<sup>(2)</sup>.

<sup>(1)</sup> În cazul *Reserve Primary Fund*, investitorii au încercat să răscumpere aproximativ 40 de miliarde USD în interval de două zile și un volum total de 15 % din active pentru FPM de prim rang a fost retras în interval de o săptămână.

<sup>(2)</sup> Propunerile de recomandări, publicate în noiembrie 2012, au în vedere implementarea unor cerințe suplimentare privind cunoașterea investitorilor.



(c) Gestionarea lichidității în perioade caracterizate de tensiuni

Deși administratorii de fonduri au o abordare prudentă privind gestionarea riscului de lichiditate, pot exista cazuri în care FPM trebuie să facă față unor condiții extrem de tensionate pe piață și/sau unor solicitări ridicate de răscumpărare, care provin atât din evoluții specifice fondurilor, cât și din evoluții la nivelul pieței. În consecință, recomandarea 9 a IOSCO prevede că „fondurile de piață monetară ar trebui să dispună de instrumente pentru a face față condițiilor excepționale de pe piață și presiunilor substanțiale de răscumpărare”. Aceste instrumente pot tempera presiunile de răscumpărare și, implicit, pot preveni retragerile masive sau alte comportamente de turmă ale investitorilor unui anumit fond sau grup de fonduri. IOSCO mai subliniază că „pentru a preveni efectele de contagiune, jurisdicțiile pot avea în vedere, de asemenea, să confere autorităților de reglementare competența impunerii utilizării acestor instrumente acolo unde situațiile excepționale cu care se confruntă unul sau mai multe FPM pot avea implicații pentru sistemul financiar în ansamblu.”

În cadrul de reglementare al UE, atât Directiva OPCVM, cât și Directiva AFIA includ dispoziții privind suspendarea temporară.

- Articolul 45 alineatul (2) din **Directiva OPCVM** prevede că statele membre pot permite autorităților competente să impună sau să autorizeze suspendarea temporară a subscrierii, a răscumpărării sau a rambursării titlurilor de participare, cu condiția ca această suspendare să se justifice prin intenția de a proteja deținătorii de titluri de participare sau publicul. Conform articolului 84 alineatul (2), un fond poate să suspende temporar răscumpărarea sau rambursarea titlurilor sale de participare în cazuri excepționale, atunci când circumstanțele o cer și în cazul în care suspendarea se justifică, având în vedere interesele deținătorilor de titluri de participare.
- Articolul 46 alineatul (2) din **Directiva AFIA** prevede că autoritățile competente sunt investite cu competența „de a solicita suspendarea emiterii, răscumpărării sau rambursării unităților în interesul deținătorilor de unități sau în interes public”. Cu toate acestea, nu există dispoziții specifice la nivelul fondului. Articolul 23 alineatul (1) litera (h) stipulează în continuare informarea privind administrarea riscului de lichiditate al FIA, inclusiv drepturile de răscumpărare în situații atât normale, cât și excepționale.

Acest cadru este diferit de reglementarea existentă în SUA, unde fondul trebuie lichidat după o suspendare<sup>(1)</sup>. O suspendare temporară este, probabil, soluția cea mai potrivită în contextul unor circumstanțe excepționale în care fondurile trebuie să facă față unor presiuni semnificative de răscumpărare. Prin urmare, cadrul UE ar trebui modificat pentru a extinde posibilitatea suspendării temporare a cererilor de răscumpărare la toate fondurile (atât OPCVM, cât și non-OPCVM), în conformitate cu dispozițiile actuale ale Directivei OPCVM<sup>(2)</sup>. Legislația UE prevede deja posibilitatea solicitării suspendării temporare a răscumpărărilor de către autoritățile competente în interesul deținătorilor de titluri de participare sau al publicului, atât în cazul fondurilor OPCVM, cât și al fondurilor non-OPCVM, în conformitate cu recomandările IOSCO.

În afară de suspendările temporare, ar putea fi avută în vedere și introducerea altor instrumente extraordinare de gestionare a lichidității pentru FPM. Condițiile și circumstanțele în care ar putea fi utilizate aceste instrumente ar trebui definite clar, iar avantajele acestora pentru stabilitatea financiară ar trebui evaluate. În special, astfel cum se prevede în recomandările IOSCO, avantajele stabilirii unor limite (*gates*), prin care fondurile restricționează volumul răscumpărărilor la un anumit procent în oricare zi de răscumpărare, pot fi evaluate în continuare.

În conformitate cu recomandările IOSCO, ar trebui să existe dispoziții corespunzătoare privind informarea investitorilor în ceea ce privește procedurile aplicabile în situații caracterizate de tensiuni. În special, fondurile trebuie să asigure că investitorii sunt conștienți de circumstanțele în care aceste proceduri (suspendări sau altele) s-ar putea declanșa. Cu toate acestea, detaliile privind implementarea și condițiile acestora nu ar trebui dezvăluite, pentru a evita avantajul „celui care acționează primul” și posibilitatea unor retrageri masive cu caracter preventiv. Publicarea procedurilor aplicabile în situații caracterizate de tensiuni este abordată în recomandarea C punctul 3, care este prezentată detaliat mai jos.

#### IV.3.2 Evaluare

Referitor la introducerea unor cerințe specifice în ceea ce privește activele lichide, consultarea IOSCO efectuată în primăvara anului 2012 a indicat un sprijin global din partea respondenților pentru introducerea amortizoarelor de lichiditate pentru FPM. În special, respondenții au subliniat avantajele noilor dispoziții introduse de articolul 2a-7 în SUA cu privire la consolidarea robusteții fondurilor. În contextul UE, respondenții din UE au observat absența unui cadru armonizat de gestionare a lichidității în Europa, spre deosebire de SUA și, în general, au sprijinit o inițiativă din partea autorităților de reglementare.

Pentru a evalua impactul potențial al introducerii de noi cerințe cantitative privind gestionarea lichidității, trebuie analizată structura actuală a portofoliilor fondurilor, întrucât amortizoarele pot accentua preferința pentru finanțare pe termen cât mai scurt și îi pot obliga pe administratori să modifice alocarea activelor. Sondajul CERS arată că o pondere semnificativă a portofoliilor FPM din UE este reprezentată de active cu scadența la o zi și la o săptămână, astfel cum ilustrează în

<sup>(1)</sup> Conform noului articol 22e-3 al SEC, adoptat în anul 2010, consiliul de administrație al unui FPM are dreptul, după notificarea SEC, de a suspenda răscumpărările și de a lichida fondul dacă acesta a scăzut sau prezintă riscul de a scădea sub valoarea de 1 USD.

<sup>(2)</sup> A se vedea Comisia Europeană (2012), secțiunea 5, care se referă la instrumentele extraordinare de gestionare a lichidității.

detalii Tabelul 6 din secțiunea III.2 și Figura 6. Ponderea acestor active lichide este mai ridicată în cazul fondurilor de tip CNAV (26 % și, respectiv 11 % din activele acestora în luna iunie 2012), care dețin, de asemenea, un procent relativ ridicat de active în numerar (aproape 7 % în luna iunie 2012). În ceea ce privește activele FPM din UE, altele decât CNAV, acestea dețin deja o pondere relativ ridicată de active lichide zilnice și săptămânale (aproximativ 17 % și 5 % pentru fonduri VNAV pe termen scurt și 12 % și 3 % pentru alte fonduri VNAV).

Setul de date al CERS prezintă unele limitări, întrucât sondajul nu acoperă toate FPM, iar cifrele furnizate sunt cifre agregate la nivelul diferitelor fonduri, putând exista unele diferențe între fonduri. În plus, sondajul oferă o perspectivă asupra situației într-un moment în care aversiunea față de riscuri era ridicată. Cu toate acestea, rezultatele sondajului sunt consecvente cu alte observații din partea autorităților de supraveghere și a agențiilor de rating de credit, precum și cu feedback-ul administratorilor de active în ceea ce privește gestionarea lichidității.

#### IV.4 Recomandarea C — Publicarea informațiilor

*Se recomandă Comisiei să asigure că legislația relevantă a Uniunii:*

- 1. impune informarea specifică de către FPM, inclusiv în materialele de marketing, care atrag atenția investitorilor asupra absenței unor garanții de recuperare a capitalului și asupra posibilității de a pierde principalul;*
- 2. impune ca FPM să publice informații privind existența unui sprijin potențial din partea sponsorilor sau privind capacitatea de a beneficia de sprijin sau de protecție, numai în cazul în care acest sprijin sau această protecție reprezintă un angajament ferm din partea sponsorului, situație care trebuie recunoscută în conturile sponsorului și în cerințele prudențiale;*
- 3. impune ca FPM să își publice practicile de evaluare, în special în ceea ce privește utilizarea înregistrării în contabilitate la cost amortizat, și să furnizeze informații corespunzătoare investitorilor privind procedurile de răscumpărare aplicabile în perioadele caracterizate de tensiuni.*

##### IV.4.1 Raționament economic

În general, FPM sunt percepute ca fiind investiții „sigure”, cu un grad foarte scăzut de risc. O astfel de percepție poate contribui la riscul de retrageri masive ale investitorilor în cazul în care fondul nu se ridică la așteptările respective. Publicarea suplimentară a informațiilor are scopul de a asigura că investitorii sunt în mod clar conștienți de caracteristicile pe care FPM le au în comun cu produsele de investiții, ceea ce contribuie la reducerea riscului. Această cerință privind publicarea este în deplină concordanță cu recomandările 13 și 14 ale IOSCO, deși are un caracter relativ mai strict, întrucât impune ca orice trimitere publică la sprijin din partea unui sponsor sau la capacitatea de a obține acest sprijin să fie permisă numai dacă presupune un angajament ferm din partea sponsorului.

Astfel cum se menționează în secțiunea II.2, ipoteza privind un sprijin implicit și discreționar din partea sponsorilor contribuie la accentuarea instabilității sistemului. Prin urmare, portofoliile de fonduri și politica de răscumpărare ar trebui structurate astfel încât să nu se prevadă niciun sprijin din partea sponsorilor. În caz contrar, intenția de a beneficia de sprijin trebuie să fie explicită, integral internalizată de furnizorul de sprijin și supusă cerințelor privind capitalul reglementat, astfel cum se subliniază în prezentarea recomandării A.

Documentația produsului ar trebui să explice investitorilor procedurile în vigoare privind evaluarea instrumentelor, inclusiv informații referitoare la utilizarea înregistrării în contabilitate la cost amortizat, ipotezele care stau la baza acestei metode de evaluare, precum și riscurile asociate. În plus, investitorii ar trebui să fie conștienți de procedurile care pot fi utilizate în cazul unor situații caracterizate de tensiuni semnificative pe piață sau al presiunilor puternice de răscumpărare și care ar putea influența posibilitățile de răscumpărare ale investitorilor (a se vedea, de asemenea, recomandarea B punctul 3). Aceste informații privind caracteristicile produsului ar trebui să permită investitorilor să ia decizii privind investițiile în cunoștință de cauză și să reducă selecția adversă.

##### IV.4.2 Evaluare

Informațiile corespunzătoare privind caracteristicile FPM ar trebui să reducă riscul selecției adverse și al retragerii masive a investitorilor și, implicit, riscurile sistemice; din punctul de vedere al protecției investitorilor, aceste informații sunt, de asemenea, esențiale pentru luarea unor decizii în cunoștință de cauză. La nivel agregat, FPM europene se adresează în principal investitorilor instituționali. Aceste tipuri de investitori sunt, cel mai probabil, deja conștienți de riscurile asociate FPM. Investitorii persoane fizice, care constituie cea mai mare bază de investitori pentru FPM în unele state membre, sunt, probabil, mult mai puțin conștienți de aceste riscuri; prin urmare, aceștia ar beneficia cel mai mult de pe urma îmbunătățirii procedurilor de publicare a informațiilor. Informațiile corespunzătoare ar ajuta în special investitorii persoane fizice să înțeleagă că FPM nu sunt lipsite de riscuri. Ca urmare a unei informări mai bune, unii investitori ar putea prefera un instrument alternativ de gestionare a numerarului în locul unui FPM. În cazul investitorilor persoane fizice, această alternativă este, cel mai probabil, un depozit bancar tradițional, nu o investiție într-o altă entitate din sistemul bancar paralel. În cele din urmă, cerința de a menționa în informațiile publice numai sprijinul din partea sponsorului care presupune un angajament ferm din partea acestuia va spori gradul de transparență privind interconectarea în cadrul sistemului financiar și va reduce riscul sistemic asociat dependenței de sprijin implicit și discreționar din partea sponsorilor.

O parte a cerințelor de publicare prevăzute de prezenta recomandare sunt deja incluse în legislația UE (de exemplu, Directiva OPCVM sau orientările CESR/AEVMP din 2010), însă ar putea fi necesar ca unele părți ale cerințelor de publicare sau ale documentației să fie revizuite, ceea ce ar genera costuri de conformitate suplimentare pentru FPM. Nu se anticipează costuri semnificative pentru autoritățile naționale de supraveghere.

#### IV.5 Recomandarea D — Raportarea și schimbul de informații

1. *Se recomandă Comisiei să asigure că legislația relevantă a Uniunii:*
  - (a) *prevede ca fondul sau administratorul de fond și sponsorul să raporteze autorității naționale de supraveghere competente situațiile de sprijin din partea sponsorilor care ar putea avea un impact asupra prețului FPM în cauză, furnizând, de asemenea, o descriere completă a naturii și dimensiunii sprijinului;*
  - (b) *consolidează raportarea periodică din partea FPM;*
  - (c) *asigură că autoritățile naționale de supraveghere competente comunică, după caz, informațiile menționate la literalele (a) și (b) altor autorități naționale de supraveghere ale aceluiași stat membru sau ale altor state membre, precum și autorităților europene de supraveghere, SEBC și CERS.*
2. *Se recomandă Comisiei să promoveze elaborarea unei raportări armonizate și a unui set armonizat de date menționate la punctul 1 litera (b), precum și organizarea schimbului de informații menționat la punctul 1 litera (c).*

##### IV.5.1 Raționament economic

Cu toate că FPM de tip VNAV nu au obligația de a menține valoarea nominală, iar presiunea în vederea obținerii sprijinului din partea sponsorilor nu este aceeași ca în cazul fondurilor de tip CNAV, se presupune că acestea s-au confruntat, de asemenea, cu probleme de lichiditate și cu lipsa de lichiditate pe piață în perioada crizei. Prin urmare, ar fi posibil ca și acestea să fi recurs la sprijin din partea administratorilor sau a societăților-mamă. Cu toate acestea, la nivelul Europei, nu sunt disponibile informații concrete cu privire la aceste situații de sprijin, nici pentru FPM de tip CNAV, nici pentru FPM de tip VNAV, în special datorită faptului că sprijinul poate lua mai multe forme și, prin urmare, nu figurează, în mod necesar, explicit în bilanțul sau în contul de profit al părții care furnizează aceste informații. În sondajul CERS a fost inclusă o întrebare cu privire la sprijinul din partea sponsorilor, însă fondurile nu au furnizat decât indicații generice, precum „tranzacționare” sau „nicio măsură”. Pe ansamblu, cerința de a utiliza VNAV, alături de cerința de a nu recurge la sprijin implicit, nu exclude, în viitor, sprijinul acordat în condiții de piață extreme.

Pentru a permite autorităților să monitorizeze riscurile asociate acestui tip de sprijin, FPM sau administratorul acestuia ar trebui să raporteze autorității naționale competente situațiile viitoare de sprijin direct sau indirect din partea sponsorilor, indiferent de tipul sprijinului (inclusiv achiziționarea de titluri de portofoliu în dificultate). Deoarece un astfel de sprijin poate spori gradul de interconectare în cadrul sistemului financiar, contribuind astfel la riscul sistemic, aceste informații ar trebui comunicate și altor autorități relevante (naționale, străine sau europene).

Pornind de la experiența legată de statisticile FPM existente și de colectarea specială de date ad-hoc, este evident că datele colectate periodic cu privire la sectorul FPM din Europa ar putea fi îmbunătățite în continuare. Vehiculul FPM este de importanță semnificativă pentru asigurarea bunei funcționări a piețelor monetare în Europa. Prin urmare, atât autoritățile de reglementare naționale, cât și cele europene ar trebui să aibă acces la date detaliate cu privire la aceste fonduri, în vederea identificării tendințelor într-o fază incipientă. În cazurile în care băncile centrale colectează deja informații privind FPM, ar trebui luată în considerare posibilitatea comunicării acestor informații autorităților naționale de supraveghere în scopuri prudențiale.

Raportarea periodică ar trebui să includă cel puțin o repartizare suficient de detaliată a activelor și pasivelor FPM pentru a permite autorităților să monitorizeze poziția de lichiditate a fondurilor, precum și natura și calitatea activelor-suport ale acestora. Totodată, în cazul în care se utilizează încă înregistrarea în contabilitate la cost amortizat, autoritățile de reglementare ar trebui să aibă acces la informații periodice privind gradul și situațiile de utilizare a acestei practici de evaluare. În cazul în care se utilizează în continuare modelul CNAV, raportarea periodică ar trebui să includă, de asemenea, informații detaliate pentru fondurile de tip CNAV, inclusiv informații privind prețul paralel al acestora.

Furnizarea de informații mai detaliate ar permite autorităților să înțeleagă mai bine evoluțiile din cadrul sectorului FPM și să identifice sursele de risc. Din punct de vedere macroprudențial, aceste informații ar trebui să fie disponibile atât la nivelul sectorului FPM agregat, cât și la nivelul fiecărui FPM în parte.

##### IV.5.2 Evaluare

În vederea identificării acumulării de riscuri și a legăturilor FPM cu alte părți ale sistemului financiar, este necesară monitorizarea atentă a compoziției FPM din punctul de vedere al activelor și al investitorilor, al poziției de lichiditate, precum și al practicilor de evaluare și al recurgerii la sprijin din partea sponsorilor. Aceasta reprezintă, prin urmare, o premisă pentru adoptarea de măsuri preventive în vederea contracțării riscurilor sistemice potențiale. Cerința de raportare periodică privind prețurile paralele va mări gradul de conștientizare a administratorilor FPM cu privire la faptul că autoritățile naționale de supraveghere monitorizează acest aspect. Se preconizează că aceasta va avea un efect de disciplinare în ceea ce privește eventualele deviații ale prețului paralel în raport cu NAV și recurgerea la sprijin din partea sponsorilor.

Dezavantajele asociate unei raportări consolidate sunt costurile aferente proceselor care trebuie implementate la nivelul societăților de administrare și al autorităților prudențiale. Prin urmare, în activitatea referitoare la raportarea consolidată din partea FPM ar trebui să se ia în considerare că FPM fac deja obiectul principiului proporționalității, pe care îl

recunosc în mod corespunzător, fapt care va reduce costurile aferente. Mai precis, colectarea de date a BCE privind bilanțul IFM (din categoria cărora fac parte FPM) include deja informații amănunțite cu privire la activele și pasivele FPM (Regulamentul BCE/2008/32). Totuși, din moment ce această raportare a fost concepută în scopuri de politică monetară, s-ar putea ca aceasta să nu acopere necesarul de date în scopuri de stabilitate financiară.

#### IV.6 Măsuri adoptate în urma recomandărilor

##### IV.6.1 Calendar

Comisia i se solicită să raporteze CERS și Consiliului Uniunii Europene cu privire la măsurile adoptate ca răspuns la aceste recomandări sau să justifice în mod adecvat lipsa de acțiune, conform calendarului menționat în continuare:

- **până la data de 30 iunie 2013**, Comisia i se solicită să transmită CERS un raport intermediar care să includă o primă evaluare a rezultatelor primei etape a punerii în aplicare a acestor recomandări;
- **până la data de 30 iunie 2014**, Comisia i se solicită să transmită CERS și Consiliului un raport final privind cea de-a doua etapă a punerii în aplicare a acestor recomandări.

##### IV.6.2 Criterii de conformitate

Se definesc următoarele criterii generale de conformitate pentru **recomandările A-D**:

- de asemenea, recomandările urmăresc punerea în aplicare adecvată și consecventă în Europa a recomandărilor IOSCO privind FPM;
- Comisia poate solicita opinia AES relevante — în special a AEVMP — cu privire la punerea în aplicare a recomandărilor CERS și, pentru a asigura aplicarea armonizată a recomandărilor, poate solicita acestora elaborarea standardelor tehnice, orientărilor și recomandărilor necesare (inclusiv modelele de raportare și publicare, luând în considerare în mod corespunzător cerințele deja existente în materie de raportare și de publicare);
- recomandările CERS au în vedere organismele de plasament colectiv (OPC) aflate în UE care sunt oferite/vândute investitorilor ca instrumente de menținere a principalului, furnizând lichiditate zilnică și randamente-țintă în concordanță cu ratele dobânzilor pe piața monetară. Acestea vizează în special fondurile clasificate sau vândute ca FPM sau ca având caracteristicile unui FPM (respectiv urmărirea menținerii valorii capitalului, răscumpărări zilnice și rate ale dobânzilor pe piața monetară) sau fonduri vândute astfel încât să creeze această impresie (de exemplu, vândute ca fonduri în numerar, fonduri lichide sau de furnizare de lichiditate sau fonduri cu scadențe pe termen scurt).

Pentru **recomandarea A**, se definesc următoarele criterii de conformitate:

- FPM ar trebui să aibă obligația de a utiliza doar modelul valorii activelor nete variabile. În special, ar trebui interzisă rotunjirea la cea mai apropiată unitate a cotațiilor acțiunilor. Ar fi necesare dispoziții tranzitorii pentru trecerea obligatorie la modelul valorii activelor nete variabile. Prin urmare, se recomandă o perioadă de tranziție suficient de lungă pentru FPM existente, pe parcursul căreia să poată fi menținut modelul valorii activelor nete constante, pentru a permite efectuarea ajustărilor necesare. Perioada de tranziție pentru fondurile cu valoare a activelor nete constantă existente ar putea fi de cel puțin doi ani de la publicarea finală a normelor aplicabile. În plus, trecerea la fonduri cu valoare a activelor nete variabilă ar trebui anunțată cu atenție, cu mult înainte de implementarea cerinței, prin publicarea, de către FPM, a efectelor modificării;
- recomandarea A nu presupune interzicerea totală a înregistrării în contabilitate la cost amortizat. Cu toate acestea, utilizarea înregistrării în contabilitate la cost amortizat ar trebui să fie permisă numai atunci când se consideră că aceasta ar face posibilă aproximarea corespunzătoare a prețului instrumentului;
- în cazul în care se continuă utilizarea înregistrării în contabilitate la cost amortizat, ar trebui puse în aplicare restricții privind scadența reziduală a instrumentului în cauză, în scopul reducerii riscurilor unei discrepanțe între prețul și costul său amortizat. În stabilirea acestor restricții, ar trebui să se acorde atenție structurii pe scadențe a activelor FPM din UE.

Pentru **recomandarea B**, se definesc următoarele criterii de conformitate:

- pentru a defini dimensiunea și componența amortizoarelor minime de active lichide, ar trebui luate în considerare următoarele elemente:
  - (a) compromisul între dimensiunea amortizoarelor care urmează a fi impuse și tipul de active care vor fi considerate ca fiind eligibile;
  - (b) definirea volumelor minime atât de active lichide zilnice, cât și de active lichide săptămânale;
  - (c) definiția activelor lichide (cu excepția numerarului) care ar trebui să țină cont, în primul rând, de scadența reziduală în vederea reducerii dependenței FPM de lichiditate pe piața secundară. În consecință, instrumentele definite ca active lichide zilnice și săptămânale ar trebui să aibă o scadență reziduală de una și, respectiv, cinci zile lucrătoare;

- (d) riscurile asociate posibilelor scadențe opționale ale activelor de care ar trebui să se țină cont în elaborarea definiției amortizoarelor. Aceste opțiuni se pot baza pe diferiți parametri, inclusiv tehnici cu expunere la riscul de contrapartidă, precum opțiunea de vânzare (de exemplu, obligațiuni cu opțiune de vânzare), posibilitatea de anulare (de exemplu, opțiuni care pot fi anulate), opțiunea de cumpărare (de exemplu, tehnici repo cu opțiune de răscumpărare);
  - (e) alte efecte de interconectare, în special cu sectorul bancar, care pot afecta disponibilitatea activelor eligibile pentru a fi incluse în amortizoarele de lichiditate;
- FPM ar trebui să aibă obligația de a-și ajusta deținerile de amortizoare minime de active lichide în funcție de profilul de risc al acestora și de baza de investitori;
  - acestea ar trebui să efectueze exerciții periodice de *stress test* bazate pe scenarii nefavorabile multiple, atât specifice fondului, cât și generale, având un impact asupra profilului de lichiditate;
  - FPM ar trebui să dispună de planuri de urgență pentru a face față acestor perioade caracterizate de tensiuni;
  - acestea trebuie să dispună de instrumentele necesare pentru a face față cererilor excepționale de răscumpărare din partea investitorilor.

Pentru **recomandarea C**, se definesc următoarele criterii de conformitate:

- materialele de marketing ale FPM ar trebui să atragă atenția investitorilor asupra absenței sau limitării garanțiilor de recuperare a capitalului și asupra posibilității de a pierde principalul;
- informațiile ar trebui să ofere explicații suplimentare investitorilor cu privire la procedurile în vigoare aplicabile evaluării instrumentelor, inclusiv cu privire la utilizarea înregistrării în contabilitate la cost amortizat, ipotezele care stau la baza acestei metode de evaluare, precum și riscurile asociate;
- trimerile, în informațiile oferite de FPM, la un posibil sprijin din partea sponsorilor sau la capacitatea de a beneficia de un astfel de sprijin ori de protecție ar trebui să fie permisă numai în cazul în care sprijinul sau protecția în cauză reprezintă un angajament ferm din partea sponsorului, situație care trebuie recunoscută în conturile și în cerințele prudentiale ale sponsorului;
- investitorii ar trebui informați cu privire la procedurile care pot fi utilizate în cazul unor situații caracterizate de tensiuni semnificative pe piață sau în cazul presiunilor puternice de răscumpărare și care ar putea influența posibilitățile de răscumpărare ale investitorilor.

Pentru **recomandarea D**, se definesc următoarele criterii de conformitate:

- FPM (sau administratorul fondului) și sponsorul ar trebui să raporteze autorității naționale responsabile situațiile de sprijin din partea sponsorilor care pot influența prețul FPM în cauză, inclusiv o descriere a naturii și dimensiunii sprijinului;
- raportarea periodică de către FPM către autoritățile de supraveghere sau băncile centrale ar trebui să includă cel puțin o repartizare suficient de detaliată a activelor și pasivelor FPM pentru a permite autorităților să monitorizeze poziția de lichiditate a fondurilor, precum și natura și calitatea activelor-suport ale acestora;
- în cazul în care FPM utilizează în continuare modelul valorii activelor nete constante, raportarea periodică trebuie să includă și informații detaliate separate privind fondurile cu valoare a activelor nete constantă, inclusiv informații privind prețul paralel al acestora;
- în cazul în care FPM utilizează în continuare înregistrarea în contabilitate la cost amortizat, autoritățile de reglementare ar trebui să aibă acces la informații periodice privind gradul de utilizare a acestei practici de evaluare și cazurile în care se recurge la aceasta;
- ar trebui adoptate măsuri care să promoveze elaborarea unei raportări armonizate și a unui set armonizat de date privind FPM și care, răspunzând criteriilor menționate anterior, să poată fi utilizate și în scopuri macroprudentiale. Aceste măsuri ar trebui să țină cont de cerințele deja existente în materie de raportare aplicabile FPM, precum raportarea bilanțului în cazul instituțiilor financiare monetare (BCE/2008/32);
- ar trebui să asigure că nu există obstacole în comunicarea informațiilor menționate mai sus între autoritățile prudentiale și băncile centrale, la nivel național, transfrontalier sau european.

#### IV.6.3 Comunicarea privind măsurile adoptate în urma recomandărilor

**Raportul intermediar care trebuie transmis până la data de 30 iunie 2013** ar trebui să conțină cel puțin:

- (a) informații privind inițiativele legislative demarate și planificate de către Comisie ca răspuns la recomandări;
- (b) informații privind acțiunile pe care Comisia le-a întreprins în raport cu răspunsul AES la recomandări;
- (c) un calendar orientativ privind intrarea în vigoare a măsurilor deja propuse sau care urmează să fie propuse de către Comisie ca răspuns la recomandări;

- (d) o evaluare privind efectul cumulat al măsurilor deja propuse sau care urmează să fie propuse de către Comisie ca răspuns la recomandări;
- (e) o justificare detaliată a lipsei de acțiune sau a abaterii de la aceste recomandări.

**Raportul final care trebuie transmis până la data de 30 iunie 2014** ar trebui să conțină cel puțin:

- (a) informații privind situația actuală a procesului legislativ în urma inițiativelor legislative demarate de Comisie ca răspuns la aceste recomandări;
  - (b) informații privind situația actuală a măsurilor pe care Comisia le-a adoptat în raport cu răspunsul AES la recomandări;
  - (c) un calendar orientativ privind intrarea în vigoare a măsurilor propuse de Comisie ca răspuns la aceste recomandări;
  - (d) o evaluare privind efectul cumulat al măsurilor propuse de Comisie ca răspuns la aceste recomandări;
  - (e) o justificare detaliată a lipsei de acțiune sau a abaterii de la aceste recomandări.
-



## REFERINȚE BIBLIOGRAFICE

- Ansidei, J., Bengtsson, E., Frison, D. și Ward, G., *Money market funds in Europe and financial stability*, ESRB Occasional Paper, nr. 1, iunie 2012.
- Asociația fondurilor de piață monetară instituțională, *A comparison of money market fund ratings*, 19 iunie 2012.
- Asociația fondurilor de piață monetară instituțională, *Code of practice*, 2012.
- Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe, *Guidelines on ETFs and other UCIT issues — consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements*, 25 iulie 2012.
- Autoritatea europeană pentru valori mobiliare și piețe, *Questions and answers — a common definition of European money market funds*, 20 februarie 2012.
- Baba, N., McCauley, R.N. și Ramaswamy, S., *US dollar money market funds and non-US banks*, *BIS Quarterly Review*, martie 2009, p. 65-81.
- Banca Centrală Europeană (2008), *Regulamentul (CE) nr. 25/2009 al BCE din 19 decembrie 2008 privind bilanțul sectorului instituții financiare monetare (Reformare) (BCE/2008/32)*, JO L 15, 20.1.2009, p. 14.
- Brady, S. A., *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 2012.
- Comisia Europeană, *Cartea verde privind sistemul bancar paralel*, 19 martie 2012.
- Comisia Europeană, *Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) — product rules, liquidity management, depository, money market funds, long-term investments*, document consultativ, 26 iulie 2012.
- Comitetul autorităților europene de reglementare a piețelor valorilor mobiliare, *CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS*, martie 2007.
- Comitetul autorităților europene de reglementare a piețelor valorilor mobiliare, *CESR's guidelines on a common definition of European money market funds*, 19 mai 2010.
- Comitetul de la Basel pentru supraveghere bancară, *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, decembrie 2010 (rev. iunie 2011).
- Consiliul de supraveghere a stabilității financiare, *Proposed recommendations regarding money market mutual fund reform*, noiembrie 2012.
- Consiliul pentru stabilitate financiară, *Shadow banking: scoping the issues*, 12 aprilie 2011.
- Consiliul pentru stabilitate financiară, *Strengthening oversight and regulation of shadow banking — an integrated overview of policy recommendations*, document consultativ, 18 noiembrie 2012.
- Duygan-Bump, B., Parkinson, P., Rosengren, E., Suarez, G. A. și 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*, urmează să fie publicat.
- FitchRatings, *European money market funds: trends in MMF portfolios*, noiembrie 2012.
- Gordon, J.N. și Gandia, C.M., *Money market funds run risk: will floating net asset value fix the problem?*, Columbia Law and Economics Working Paper, nr. 426, 23 septembrie 2012.
- Gorton, G. și Metrick, A., *Regulating the shadow banking system*, *Brookings Papers on Economic Activity*, toamna anului 2010.
- Grupul de lucru privind piețele financiare al președintelui SUA, *Money market fund reform options*, octombrie 2010.
- Kacperczyk, M. și Schnabl, P., *How safe are money market funds?*, proiect, aprilie 2012.
- McCabe, P.E., *The cross section of money market fund risks and financial crises*, Working Paper 2010-51, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, septembrie 2010.
- McCabe, P.E., Cipriani, M., Holscher, M. și Martin, A., *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, iulie 2012.
- Moody's, *Sponsor key to money market funds*, august 2010.

Organizația Internațională a Comisiilor de Valori Mobiliare, *Money market fund systemic risk analysis and reform options*, raport de consultanță, 27 aprilie 2012.

Organizația Internațională a Comisiilor de Valori Mobiliare, *Policy recommendations for money market funds*, 9 octombrie 2012.

Parlamentul European, *Raport referitor la sistemul bancar paralel*, Comisia pentru afaceri economice și monetare, 25 octombrie 2012.

Rosengren, E.S., *Money market mutual funds and financial stability*, intervenție la Conferința privind piețele financiare 2012, organizată de Federal Reserve Bank of Atlanta, 11 aprilie 2012.

Scharfstein, D.S., *Perspectives on money market mutual fund reforms*, declarație în fața Comitetului pentru afaceri bancare, imobiliare și urbane al Senatului SUA, 21 iunie 2012.

Scott, H.S., *Interconnectedness and contagion*, 20 noiembrie 2012.

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

Securities and Exchange Commission, *Valuation of debt instruments by money market funds and certain other open-end investment companies*, Investment Company Act Release No. 9786, 42 Fed. Reg. 28999, 7 iunie 1977.

Squam Lake Group, *Reforming money market funds*, 14 ianuarie 2011.

---