

I

(Resolucije, priporočila in mnenja)

PRIPOROČILA

EVROPSKI ODBOR ZA SISTEMSKA TVEGANJA

PRIPOROČILO EVROPSKEGA ODBORA ZA SISTEMSKA TVEGANJA

z dne 20. decembra 2012

o skladih denarnega trga

(ESRB/2012/1)

(2013/C 146/01)

SPLOŠNI ODBOR EVROPSKEGA ODBORA ZA SISTEMSKA TVEGANJA JE –

ob upoštevanju Uredbe (EU) št. 1092/2010 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 24. novembra 2010 o makrobonitetnem nadzoru nad finančnim sistemom Evropske unije in ustanovitvi Evropskega odbora za sistemska tveganja⁽¹⁾ ter zlasti člena 3(2)(b), (d) in (f) in členov 16 do 18 Uredbe,

ob upoštevanju Sklepa ESRB/2011/1 Evropskega odbora za sistemska tveganja z dne 20. januarja 2011 o sprejetju Poslovnika Evropskega odbora za sistemska tveganja⁽²⁾ ter zlasti člena 15(3)(e) in členov 18 do 20 Sklepa,

ob upoštevanju naslednjega:

(1) Medtem ko za sklade denarnega trga (SDT) veljajo predpisi, ki urejajo trg vrednostnih papirjev, so SDT ključna sestavina bančnega sistema v senci, zlasti ker izvajajo transformacijo zapadlosti in likvidnosti, zaradi tega pa lahko predstavljajo sistemska tveganja.

(2) Vlagatelji lahko SDT, zlasti sklade s konstantno neto vrednostjo sredstev, ki si prizadevajo ohraniti nespremenljivo nominalno vrednost, dojemajo kot varno alternativo bančnim vlogam. Toda SDT nimajo neposrednega dostopa do javne varnostne mreže, kot sta financiranje s strani centralne banke in jamstvo za vloge. Zato obstaja tveganje, da se zamenjajo za bančne vloge, v zvezi s katerimi taka varnostna mreža obstaja.

(3) SDT praviloma nimajo izrecne in trde podpore njihovih sponzorskih podjetij, ki so pogosto banke, čeprav obstajajo primeri, ko so sponzorska podjetja po lastni diskreciji naknadno aktivno podprla SDT, potem ko so ti zašli v težave.

(4) Ekonomske raziskave so pokazale, da so SDT zaradi svoje narave in načina delovanja ranljivi na destabilizirajoč beg vlagateljev, ki se lahko hitro razširi na več skladov, kar zmanjša likvidnost in razpoložljivost kratkoročnih posojil, zlasti za banke. Tveganje bega vlagateljev je lahko večje pri skladih s konstantno neto vrednostjo sredstev, kadar se pričakuje, da ti ne bodo izpolnili pričakovanih vlagateljev, da bodo poplačani po nominalni vrednosti.

(5) Čeprav SDT niso povzročili finančne krize iz let 2007 do 2008, je njihovo poslovanje v času finančnih pretresov izpostavilo, da lahko krizo razširijo ali jo celo povečajo. Izkušnje iz krize iz let 2007 do 2008 so pokazale, da so lahko SDT občutljivi na beg vlagateljev in bi potrebovali podporo sponzorskih podjetij, zlasti za ohranitev njihove konstantne neto vrednosti sredstev.

(6) Morebitna sistemska tveganja, ki izhajajo iz SDT, so zato povezana s prednostjo prvega vlagatelja (*first-mover advantage*), ki je posebej pomembna pri skladih s konstantno neto vrednostjo sredstev, implicitno in diskrecijsko naravo podpore sponzorskih podjetij ter visoko povezanostjo SDT s preostalim finančnim sistemom, zlasti bankami in denarnimi trgi.

(7) Po analizi vzrokov nedavne finančne krize je več nacionalnih zakonodajalcev in mednarodnih organizacij nakazalo, da so potrebne strukturne reforme SDT.

⁽¹⁾ UL L 331, 15.12.2010, str. 1.

⁽²⁾ UL C 58, 24.2.2011, str. 4.

Odbor za finančno stabilnost (*Financial Stability Board – FSB*) je 27. oktobra 2011 objavil sklop uvodnih priporočil za izboljšanje pregleda in regulacije bančnega sistema v senci. Kot ključna vprašanja, ki jih je treba obravnavati, je FSB označil obvezen prehod na variabilno neto vrednost sredstev, kapitalske in likvidnostne zahteve za sklade s konstantno neto vrednostjo sredstev, in druge možne regulativne pristope.

- (8) Na podlagi zahteve FSB je Mednarodna organizacija nadzornikov trgov vrednostnih papirjev (*International Organization of Securities Commissions – IOSCO*) 9. oktobra 2012 izdala priporočila za uresničevanje politike za zmanjšanje občutljivosti SDT na beg vlagateljev. Znatno del teh priporočil IOSCO je na ravni Evropske unije že upoštevan, toda ostalo je še nekaj vrzeli.
- (9) Zakonodajalci v Združenih državah so se lotili revizije okvira za SDT. Zlasti je Komisija za vrednostne papirje in borzo (*Securities and Exchange Commission – SEC*) revidirala svoje pravilo 2a-7. Poleg tega je Svet za nadzor finančne stabilnosti 13. novembra 2012 v javno posvetovanje dal predlog priporočil za reformo vzajemnih skladov denarnega trga.
- (10) Maja 2010 je Odbor evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje objavil smernice o skupni opredelitvi evropskih „SDT“, da bi se uvedli novi skupni standardi za urejanje elementov, ki so se v času finančne krize izkazali za neuspešne. Zlasti smernice uvajajo stroge standarde za kakovost in ročnost portfeljev, upravljanje s tveganji in razkritja. Te nezavezujoče smernice se uporabljajo tako za SDT, ki so KNPVP, kot SDT, ki niso KNPVP, države članice pa so jih izvedle na nacionalni ravni.
- (11) Evropska komisija je izkazala svojo namero po oblikovanju novih zakonodajnih ukrepov o KNPVP za celotno Unijo, pri čemer preučuje zlasti potrebo po bolj podrobni in usklajeni ureditvi SDT ⁽¹⁾.
- (12) Evropski odbor za sistemska tveganja (ESRB) lahko skladno z Uredbo (EU) št. 1092/2010 priporočila naslovi na Komisijo v zvezi z ustrežno zakonodajo Unije. V tem kontekstu ta priporočila zagotavljajo usmeritve Komisiji, pa tudi ESMA v njegovi svetovalni in regulativni vlogi.
- (13) Čepprav lahko pride do bega vlagateljev pri vseh vrstah skladov z neskladjem v ročnostni strukturi ali z likvidnostnim neskladjem, so skladom s konstantno neto vrednostjo sredstev lastne značilnosti, ki nakazujejo, da bi si

lahko posamezen vlagatelj v obdobjih pretresov na finančnem trgu prizadeval izkoristiti prednost prvega. Pretvorba v sklade z variabilno neto vrednostjo sredstev bi morda zmanjšala spodbudo delničarjem za beg, ko je sklad zabeležil manjšo izgubo, in bi lahko dalje povečala preglednost cen. Prav tako lahko pomaga pri obravnavanju sistemskih tveganj v zvezi z medsebojno povezanostjo SDT in sponzorskih podjetij ter zmanjša potrebo po podpori sponzorjev in pomembnost te podpore.

- (14) Zahteva, da SDT na splošno uporabljajo računovodenje po pošteni vrednosti, računovodenje po odplačni vrednosti pa samo v omejenih okoliščinah, bo vlagateljem zagotovila preglednost cen, izboljšala bo razumevanje vlagateljev o tveganjih, ki so povezana s temi SDT, in zagotovila bo jasnejše razlikovanje med SDT in bančnimi vlogami.
- (15) Likvidna sredstva pomagajo SDT, da izplačajo delničarje, in preprečijo prisilno prodajo sredstev z izgubo, s čimer se prepreči tudi učinek okužbe na druge sklade, ki imajo podobne vrednostne papirje. Eksplicitni minimalni zneski dnevni in tedenski likvidnih sredstev bodo tako zagotovili, da bodo lahko SDT izpolnili potencialno velike zahteve vlagateljev za unovčenje naložb in prebrdili obdobja tržne volatilitosti. Učinkovita orodja za odpravljanje likvidnostnih omejitev, kot je začasni odlog unovčenja naložb, bodo SDT pomagala pri spopadanju z obdobji pretresov.
- (16) Dodatno javno razkritje s strani SDT o pomembnih elementih, kot so odsotnost kapitalske garancije, podpora sponzorskih podjetij in prakse vrednotenja, bo zagotovilo, da se vlagatelji jasno zavedajo obstoječih tveganj.
- (17) Podrobnejše poročanje s strani SDT bo nadzornim organom omogočilo, da bolje razumejo gibanja v sektorju SDT in prepoznavajo vire tveganja. Redno poročanje s strani SDT bi se zato moralo nadalje izboljšati, zlasti glede sestave njihovih sredstev in obveznosti, uporabe računovodenja po odplačni vrednosti in podpore sponzorjev. Pristojni nacionalni nadzorni organ bi moral relevantne informacije izmenjevati z drugimi relevantnimi nacionalnimi in evropskimi organi.
- (18) Skladno z uvodno izjavo 29 Uredbe (EU) št. 1092/2010 so bile pri pripravi tega priporočila upoštewane pripombe relevantnih zainteresiranih strani iz zasebnega sektorja.
- (19) To priporočilo ne posega v pooblastila centralnih bank v Uniji v zvezi z denarno politiko.

⁽¹⁾ Posvetovanje o pravilih za produkte, upravljanju likvidnosti, depozitarju, skladih denarnega trga, dolgoročnih naložbah, 26. julij 2012.

(20) Priporočila ESRB se objavijo po tem, ko je bil o tej nameri splošnega odbora obveščen Svet Evropske unije in je ta imel možnost, da se odzove –

SPREJEL NASLEDNJE PRIPOROČILO:

ODDELEK 1

PRIPOROČILA

Priporočilo A – obvezen prehod na variabilno neto vrednost sredstev

Komisiji se priporoča, naj zagotovi, da ustrezná zakonodaja Unije:

1. od skladov denarnega trga (SDT) zahteva, da imajo gibljivo neto vrednost sredstev;
2. od SDT zahteva, da na splošno uporabljajo pošteno vrednotenje in omejijo uporabo računovodenja po odplačni vrednosti na omejeno število vnaprej določenih okoliščin.

Priporočilo B – likvidnostne zahteve

Komisiji se priporoča, naj zagotovi, da ustrezná zakonodaja Unije:

1. dopolnjuje obstoječe likvidnostne zahteve za SDT z naložitvijo eksplicitnega minimalnega obsega dnevni in tedenskih likvidnih sredstev, ki jih morajo imeti SDT;
2. okrepi odgovornost upravljavcev skladov glede spremljanja likvidnostnega tveganja;
3. zagotovi, da imajo nacionalni nadzorni organi in upravljavci skladov učinkovita orodja, na primer začasni odlog unovčenja naložb, ki bi omogočala odpravljanje likvidnostnih omejitev v obdobjih pretresov, do katerih bi prišlo zaradi dejavnikov, značilnih za posamezen sklad, ali zaradi splošnih tržnih gibanj.

Priporočilo C – javno razkritje

Komisiji se priporoča, naj zagotovi, da ustrezná zakonodaja Unije:

1. od SDT zahteva specifično razkritje, tudi v njihovih tržnih gradivih, ki vlagatelje opozarja na odsotnost kapitalske garancije in možnost izgube glavnice;
2. zahteva, da se SDT v svojem javnem razkritju sklicujejo na možno podporo sponzorja, zmožnost podpore ali zaščite samo, če je takšna podpora ali zaščita trdna zaveza sponzorja, pri čemer mora biti v takem primeru pripoznana v računovodskih izkazih sponzorja in bonitetnih zahtevah;

3. zahteva, da SDT razkrijejo svoje prakse vrednotenja, zlasti glede uporabe računovodenja po odplačni vrednosti, ter vlagateljem dajo ustrezne informacije o veljavnih postopkih unovčenja naložb v času pretresov.

Priporočilo D – poročanje in izmenjava informacij

1. Komisiji se priporoča, naj zagotovi, da ustrezná zakonodaja Unije:

(a) zahteva, da SDT ali njegov upravljavec ter sponzor pristojnemu nacionalnemu nadzornemu organu poročata o vsakem primeru podpore sponzorja, ki bi lahko vplivala na ceno SDT, skupaj z izčrpnim opisom narave in velikosti takšne podpore;

(b) okrepi redno poročanje s strani SDT;

(c) zagotovi, da pristojni nacionalni nadzorni organi, kjer je relevantno, izmenjajo informacije iz točk (a) in (b) z drugimi nacionalnimi nadzornimi organi iz iste države članice ali iz drugih držav članic, z evropskimi nadzornimi organi, s članicami Evropskega sistema centralnih bank in z ESRB.

2. Komisiji se priporoča, naj spodbuja razvoj harmoniziranega poročanja in harmoniziranega podatkovnega niza iz odstavka 1(b) ter organizacijo izmenjave informacij iz odstavka 1(c).

ODDELEK 2

IZVAJANJE

1. Razlaga

1. V tem priporočilu se uporabljajo naslednje opredelitve pojmov:

(a) „kreditna institucija“ pomeni kreditno institucijo, kakor je opredeljena v členu 4(1) Direktive 2006/48/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. junija 2006 o začetku opravljanja in opravljanju dejavnosti kreditnih institucij⁽¹⁾;

(b) „nacionalni nadzorni organ“ pomeni pristojni ali nadzorni organ, kakor je opredeljen v členu 1(3)(f) Uredbe (EU) št. 1092/2010;

(c) „skladi denarnega trga“ pomenijo regulirane in nadzirane kolektivne investicijske sklade, katerih primarni cilj je ohraniti glavnico sklada, donos pa zagotavljati skladno z obrestnimi merami na denarnem trgu, z naložbami v instrumente denarnega trga ali vloge pri kreditnih institucijah;

⁽¹⁾ UL L 177, 30.6.2006, str. 1.

- (d) „sklad z variabilno neto vrednostjo sredstev“ pomeni sklad denarnega trga, ki si ne prizadeva ohraniti nespremenljivo nominalno vrednost in katerega neto vrednost sredstev je zaradi tega gibljiva. Njegova sredstva se na splošno vrednotijo po pošteni vrednosti;
- (e) „sklad s konstantno neto vrednostjo sredstev“ pomeni sklad denarnega trga, ki si prizadeva ohraniti nespremenljivo nominalno vrednost. Njegova sredstva se na splošno vrednotijo po odplačni vrednosti;
- (f) „računovodenje po odplačni vrednosti“ pomeni računovodski pristop, ki upošteva nabavno vrednost vrednostnega papirja in to vrednost prilagodi za amortizacijo premij ali diskonte do zapadlosti.
2. Priloga je sestavni del tega priporočila. V primeru razhajanj med glavnim besedilom in Prilogo prevlada glavno besedilo.

2. Merila za izvajanje

1. Za izvajanje tega priporočila se uporabljajo naslednja merila:
- (a) to priporočilo zajema vse SDT, kot so opredeljeni;
- (b) treba se je izogibati regulativni arbitraži;
- (c) pri izvajanju se upošteva načelo sorazmernosti, ob upoštevanju cilja in vsebine posameznega priporočila;
- (d) posebna merila za izvajanje tega priporočila so določena v Prilogi.
2. Komisija obvesti ESRB in Svet o ukrepih, ki jih je sprejela na podlagi tega priporočila, ali ustrezno utemelji svoje neukrepanje. Poročilo mora vsebovati najmanj:
- (a) informacije o vsebini in časovnem okviru sprejetih ukrepov, vključno z vsemi ukrepi, ki so bili sprejeti v razmerju do evropskih nadzornih organov;
- (b) oceno delovanja sprejetih ukrepov z vidika ciljev tega priporočila;

- (c) podrobno utemeljitev za vsako neukrepanje ali odmik od tega priporočila, vključno s kakršnimi koli zamudami.

3. Časovni okvir za nadaljnje ukrepanje

1. Komisija poroča ESRB in Svetu o ukrepih, ki jih je sprejela na podlagi teh priporočil, ali ustrezno utemelji neukrepanje v skladu s časovnimi okviri, določenimi spodaj:
- (a) do 30. junija 2013 Komisija predloži ESRB vmesno poročilo, ki zajema prvo oceno izvajanja teh priporočil;
- (b) do 30. junija 2014 Komisija predloži ESRB in Svetu končno poročilo o izvajanju teh priporočil.
2. Splošni odbor lahko podaljša rok iz odstavka 1, če je za izpolnitev enega ali več priporočil treba spremeniti zakonodajo.

4. Spremljanje in ocenjevanje

1. Sekretariat ESRB:
- (a) nudi pomoč Komisiji, vključno z zagotavljanjem ustreznih predlogov ter, kjer je potrebno, podrobnejšim določanjem modalitet in časovnega okvira za poročanje o ukrepih;
- (b) preverja poročila Komisije in ji nudi pomoč, če zanjo zaprosi, ter o poročilih prek pripravljalnega odbora obvešča splošni odbor.
2. Splošni odbor oceni ukrepe in utemeljitve, ki jih sporoči Komisija, ter, kjer je to primerno, presodi, ali to priporočilo ni bilo upoštevano in naslovniki niso ustrezno utemeljili, zakaj niso ukrepali.

V Frankfurtu na Majni, 20. decembra 2012

Predsednik ESRB

Mario DRAGHI

PRILOGA K PRIPOROČILOM ESRB O SKLADIH DENARNEGA TRGA

KAZALO

	Stran
SEZNAM KRATIC IN OKRAJŠAV	6
POVZETEK	7
UVOD	8
I. NEDAVNE REGULATIVNE POBUDE	8
I.1 Mednarodne pobude	8
I.2 Evropske pobude	9
II. SKLADI DENARNEGA TRGA IN FINANČNA STABILNOST	10
II.1 Prednost prvega	10
II.2 Podpora sponzorja	11
II.3 Sedanje gospodarsko okolje	12
III. STRUKTURA PANOGE SDT V EVROPI	12
III.1 Obseg ankete ESRB o skladih denarnega trga	12
III.2 Pregled sredstev SDT	14
III.3 Pregled vlagateljev SDT	19
III.4 Koncentracija panoge	21
III.5 Odstopanje skladov KNVS od paritete	22
IV. PRIPOROČILA ESRB	23
IV.1 Področje uporabe priporočil	23
IV.2 Priporočilo A – obvezen prehod na variabilno neto vrednost sredstev	23
IV.2.1 Ekonomski razlogi	23
IV.2.2 Ocena	26
IV.3 Priporočilo B – likvidnostne zahteve	30
IV.3.1 Ekonomski razlogi	30
IV.3.2 Ocena	33
IV.4 Priporočilo C – javno razkritje	34
IV.4.1 Ekonomski razlogi	34
IV.4.2 Ocena	34
IV.5 Priporočilo D – poročanje in izmenjava informacij	35
IV.5.1 Ekonomski razlogi	35
IV.5.2 Ocena	35
IV.6 Nadaljnje ukrepanje	36
IV.6.1 Časovnica	36
IV.6.2 Kriteriji skladnosti s priporočili	36
IV.6.3 Obveščanje o nadaljnjem ukrepanju	37
VIRI	39

SEZNAM KRATIC IN OKRAJŠAV

- LVP:** listinjeni vrednostni papir
- AIS:** alternativni investicijski sklad
- CESR:** Odbor evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (*Committee of European Securities Regulators*)
- DFP:** drug finančni posrednik
- ECB:** Evropska centralna banka
- ESA:** evropski nadzorni organ
- ESCB:** Evropski sistem centralnih bank
- ESMA:** Evropski organ za vrednostne papirje in trge (*European Securities and Markets Authority*)
- ESRB:** Evropski odbor za sistemska tveganja (*European Systemic Risk Board*)
- EU:** Evropska unija
- EUR:** euro
- FSB:** Odbor za finančno stabilnost (*Financial Stability Board*)
- FSOC:** Svet za nadzor finančne stabilnosti (*Financial Stability Oversight Council*)
- GBP:** britanski funt
- IMMFA:** Združenje institucionalnih skladov denarnega trga (*Institutional Money Market Funds Association*)
- IOSCO:** Mednarodna organizacija nadzornikov trgov vrednostnih papirjev (*International Organization of Securities Commissions*)
- KNPVP:** kolektivni naložbeni podjem za vlaganje v prenosljive vrednostne papirje (*undertaking for collective investments in transferable securities, UCITS*)
- KNVS:** konstantna neto vrednost sredstev (*constant net asset value, CNAV*)
- K-SDT:** kratkoročni sklad denarnega trga
- K-VNVS:** kratkoročni sklad z variabilno neto vrednostjo sredstev
- MFI:** denarna finančna institucija
- NFD:** nefinančna družba
- NVS:** neto vrednost sredstev
- PvU:** premoženje v upravljanju
- SDT:** sklad denarnega trga
- SEC:** Komisija ZDA za vrednostne papirje in borzo (*Securities and Exchange Commission*)
- USD:** ameriški dolar
- VNVS:** variabilna neto vrednost sredstev
- VP:** vrednostni papir

POVZETEK

V tej prilogi je predstavljeno ozadje priporočil, s katerimi želi ESRB podpreti in oceniti izvajanje reform na področju skladov denarnega trga v Evropi, ki jih za sektor bančništva v senci pripravlja Odbor za finančno stabilnost (FSB). Skladi denarnega trga so glavna skupina v sektorju bančništva v senci. Podobno kot banke izvajajo transformacijo zapadlosti in likvidnosti in jih vlagatelji včasih dojemajo kot varno alternativo bančnim vlogam (zlasti ko gre za sklade s konstantno neto vrednostjo sredstev, ki si prizadevajo ohraniti nespremenljivo nominalno vrednost). Za sklade veljajo predpisi o vrednostnih papirjih, vendar jim v nasprotju z bankami ni treba izpolnjevati regulativnih zahtev za banke, zato jih v nekaterih primerih lahko še posebej močno prizadene destabilizirajoč beg vlagateljev. Skladi so zato lahko vir razmeroma velikih sistemskih tveganj. Drugo tveganje, ki je povezano s skladi denarnega trga, je implicitna in diskrecijska podpora sponzorjev; verjetnost podpore je pogosto večja pri skladih s konstantno neto vrednostjo sredstev.

Za obvladovanje tveganj, ki so povezana s skladi denarnega trga, je bilo doslej oblikovanih že več mednarodnih in evropskih regulativnih pobud (npr. priporočilo IOSCO iz oktobra 2012 in smernice CESR/ESMA iz maja 2010). Poleg tega bo predvidoma septembra 2013 FSB predstavil končna priporočila o vseh delovnih področjih v zvezi z bančništvom v senci. V ZDA bi bile na osnovi priporočil, ki jih je Svet za nadzor finančne stabilnosti (FSOC) novembra 2012 dal v javno posvetovanje, lahko sprejete nadaljnje spremembe v regulativnem okviru za sklade denarnega trga. V Evropi bo Evropska komisija predvidoma v zadnjem četrletju 2013 objavila svoj zakonodajni predlog za reformo okvira za kolektivne naložbene podjeme za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVPV) in sklade denarnega trga. Priporočila ESRB in spremljajoča priloga bosta po pričakovanjih prispevala k delu Komisije na tem pomembnem področju.

Značilnosti panoge skladov denarnega trga v Evropi

Za oceno možnih učinkov priporočil ESRB je bil izdelan podroben profil panoge skladov denarnega trga v Evropi, ki med drugim temelji na podatkih, zbranih posebej v ta namen. V Evropi skladi denarnega trga upravljajo približno 1 bilijon EUR sredstev. Od tega tri države (Francija, Irska in Luksemburg) skupaj predstavljajo 95-odstotni delež vseh sredstev teh skladov. Vlagatelji v francoskih skladih so večinoma domači, v irske in luksemburške sklade pa vlagajo predvsem nerezidenti. Večina skladov denarnega trga v Evropi deluje na podlagi regulativnega okvira KNPVP. Pet največjih skupin, ki upravljajo sklade denarnega trga v Evropi, predstavlja 40 % celotne panoge in štiri od teh petih so povezane z bankami.

Skladi denarnega trga imajo pomembno vlogo na denarnih trgih, saj imajo po ocenah v imetju okrog 25 % vseh kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev, izdanih v euroobmočju. Preostalih 75 % njihovih izpostavljenosti je do denarnih finančnih institucij, ki so v primeru Irske večinoma institucije s sedežem zunaj EU. Irski in luksemburški skladi imajo večino svojih sredstev v tujih valutah, predvsem v ameriških dolarjih in britanskih funtih.

Na agregatni ravni evropski skladi denarnega trga poslujejo predvsem z institucionalnimi vlagatelji, čeprav so v nekaterih državah ti skladi namenjeni predvsem malim vlagateljem. Denarne finančne institucije so same pomemben vlagatelj v sklade denarnega trga, saj predstavljajo več kot 30 % investitorskega zaledja, vlagajo pa predvsem v sklade s konstantno neto vrednostjo sredstev. Pomemben delež vlagateljev v evropske sklade denarnega trga odpade na vlagatelje s sedežem zunaj EU, kar velja zlasti za irske sklade s konstantno neto vrednostjo sredstev. Z ostalim finančnim sistemom so skladi denarnega trga še dodatno povezani zaradi svojega razmerja s sponzorji, ki so pogosto banke.

Nekaj več kot 40 % vsega premoženja v upravljanju v panogi je naloženo v sklade s konstantno neto vrednostjo sredstev. V Evropi ima dve tretjini teh skladov sedež na Irskem, ena tretjina pa v Luksemburgu. Praviloma so taki skladi mnogo večji, imajo bolj konzervativen profil tveganja, krajše zapadlosti, višje ravni likvidnosti in večje investitorsko zaledje zunaj EU kot skladi z variabilno neto vrednostjo sredstev. V tej zvezi je treba omeniti, da so bili s smernicami CESR/ESMA v letu 2010 uvedeni standardi za primernost sredstev skladov denarnega trga kot tudi za kakovost in zapadlost teh sredstev. Po podatkih, ki jih je zbral ESRB, je pri okrog 27 % skladov s konstantno neto vrednostjo sredstev, zajetih v anketi, v zadnjem 5-letnem obdobju prišlo do odstopanj med nominalno in tržno vrednostjo njihovih sredstev, ki je znašala več kot 10 bazičnih točk. Noben v anketi zajet sklad ni poročal o podpori sponzorja.

Priporočila ESRB

Priporočila ESRB so podobna priporočilom IOSCO, ki so bila objavljena oktobra 2012. Na področju sistemskih tveganj je glavni cilj IOSCO zmanjšati izpostavljenost skladov denarnega trga tveganju bega vlagateljev. Priporočila ESRB, ki med drugim temeljijo na namensko zbranih podatkih, dopolnjujeta kvantitativna in kvalitativna analiza, ki pomagata razumeti, ali bo zaradi spremembe poslovnih modelov po reformah prišlo do obsežnejšega krčenja skladov denarnega trga, kar je še posebej pereče v času, ko so ti že sicer pod pritiskom zaradi nizkih obrestnih mer. Priporočila pokrivajo štiri področja.

Obvezni prehod na variabilno neto vrednost sredstev: Za sklade denarnega trga bi morala veljati zahteva, da imajo gibljivo neto vrednost sredstev. S tem bi se izpostavila njihova naložbena narava in zmanjšala podobnost bančnim vlogam. Zahteva bi zmanjšala spodbude vlagateljem za beg, povečala preglednost cen in zmanjšala prepletenost finančnega sistema. Za sklade denarnega trga bi poleg tega morala veljati zahteva, da na splošno uporabljajo pošteno vrednotenje in da računovodenje po odplačni vrednosti omejijo na nekaj vnaprej določenih okoliščin.

Likvidnostne zahteve: Obstoječo likvidnostno ureditev bi bilo treba okrepati z uvedbo eksplicitno določenega minimalnega obsega dnevno in tedensko likvidnih sredstev, ki jih morajo imeti SDT. Povečati bi bilo treba odgovornost upravljalcev sklada, da spremljajo likvidnostno tveganje. In končno, uvedene bi morale biti učinkovite metode, npr. začasni odlog unovčevanja, da bi bilo v obdobjih pretresov, nastalih zaradi dejavnikov, značilnih za posamezen sklad, ali zaradi splošnih tržnih gibanj, mogoče sprejeti ustrezne ukrepe za reševanje težav pri dostopu do zadostnih količin likvidnosti.

Javno razkritje: Skladi denarnega trga bi v svojih tržnih gradivih za vlagatelje morali izpostaviti, da za sklade ne velja sistem zajamčenih vlog, kar pomeni, da je mogoča izguba glavnice. Vse javne informacije, iz katerih bi bilo mogoče sklepati na podporo sponzorja ali na možnost takšne podpore, bi morale biti prepovedane, razen če se sponzor trdno zaveže, da bo dejansko nudil podporo, če bo to potrebno. V tem primeru mora biti podpora priznana v sponzorjevih računovodskih izkazih in zahtevah glede skrbnega in varnega poslovanja. V javnih informacijah bi morali biti poleg tega opisani postopki vrednotenja, predvsem kar se tiče uporabe računovodenja po odplačni vrednosti. Podana bi morala biti tudi možnost začasnega odloga vstopa v sklad in unovčenja, tudi v obdobjih pretresov.

Poročanje in objava informacij: O vsakem primeru podpore sponzorja bi sklad moral poročati pristojnemu nacionalnemu nadzornemu organu, ki bi te informacije nato posredoval drugim nacionalnim in evropskim organom, povezanim s tem področjem. Redno poročanje skladov denarnega trga bi bilo treba razširiti in poenotiti. Kjer je potrebno, bi pristojni nacionalni nadzorni organi informacije morali posredovati drugim relevantnim organom (domačim, tujim ali evropskim).

UVOD

Cilj priporočil ESRB in spremljajoče analize je z vidika finančne stabilnosti oceniti, kako bi priporočila IOSCO iz oktobra 2012 o skladih denarnega trga (SDT) lahko vplivala na to panogo v EU. V pomoč in priporočilo oblikovalcem politik v EU se ta priloga osredotoča na tista vprašanja v zvezi z izvedbo priporočil, ki so najtesneje povezana s finančno stabilnostjo.

Kvantitativna in kvalitativna analiza v tej prilogi temeljita na različnih virih informacij, kot so akademske raziskave, dosedanje delo ESRB o SDT, statistični podatki ECB in namenska anketa, s katero je ESRB zbral podrobnejše informacije od tistih, ki so na voljo v javno dostopnih virih. ESRB je s tržnimi udeleženci organiziral tudi okroglo mizo, da bi se podrobneje seznanil s stališči v panogi.

Oddelek I Priloge obravnava najnovejše mednarodne in evropske regulativne pobude v zvezi s SDT in s tem daje širši pregled nad dogajanjem na področju politik. **Oddelek II** vsebuje krajši pregled virov sistemskih tveganj, ki izhajajo iz SDT in so predmet priporočil ESRB. Za analitično podporo priporočilom **oddelek III** obravnava tržno strukturo panoge SDT v Evropi, s poudarkom na tistih elementih trga, ki so posebej pomembni za sistemska tveganja. **Oddelek IV** obravnava vsako od priporočil ESRB posebej, pri čemer za vsako predstavlja ekonomske razloge, podaja njihovo oceno in navaja kriterije skladnosti s priporočilom.

I. NEDAVNE REGULATIVNE POBUDE

I.1 Mednarodne pobude

Po analizi vzrokov nedavne finančne krize je več nacionalnih regulativnih organov in mednarodnih organizacij ocenilo, da so potrebne strukturne reforme skladov denarnega trga. Voditelji skupine G20 so na zasedanju v Seulu novembra 2010 od **Odбора za finančno stabilnost** (FSB) zahtevali, da oblikuje priporočila za izboljšanje pregleda in regulacije bančništva v senci. FSB je 27. oktobra 2011 objavil sklop uvodnih priporočil, ki so bila sprejeta na vrhu G20 v Cannesu. Njegovo glavno priporočilo je bilo, da se dodatno okrepi regulativni okvir za SDT. FSB je ugotovil, da so najpomembnejši vir potencialnih tveganj skladi s konstantno neto vrednostjo sredstev (KNVS), ki si prizadevajo ohraniti nespremenjeno nominalno vrednost svojega premoženja. Za obvladovanje teh tveganj je priporočil, da se sklade KNVS spodbudi ali od njih zahteva, da se preoblikujejo v sklade z variabilno neto vrednostjo sredstev (VNVS), in da se zanje uvedejo kapitalске in likvidnostne zahteve. Dopustil je tudi možnost drugačnih pristopov. Poleg tega je Mednarodni organizaciji nadzornikov trgov vrednostnih papirjev (IOSCO) naročil, da pregleda možne regulativne reforme, s katerimi bi se zmanjšala nevarnost, da SDT prizadene beg vlagateljev ali drugo sistemsko tveganje, in da oblikuje priporočila za politike na tem področju.

Na podlagi te zahteve je **IOSCO** 9. oktobra 2012 objavil priporočila za reformo SDT. Hkrati s priporočili je v sporočilu za javnost poudaril, da objave priporočil ni podprla večina komisarjev komisije ZDA za vrednostne papirje in trge (SEC), drugih ugovorov pa ni bilo, zato je upravni odbor IOSCO poročilo in priporočila odobril.

FSB je 18. novembra 2012 objavil vrsto posvetovalnih dokumentov, med katerimi je v enem predstavil celovit pregled priporočil za politike v zvezi z bančništvom v senci. Hkrati je priporočila IOSCO sprejel kot dobro zasnovan okvir, s katerim bi bilo mogoče celostno povečati odpornost SDT na tveganja. Podprl je tudi priporočilo, da se skladi s konstantno neto vrednostjo sredstev preoblikujejo v sklade z variabilno neto vrednostjo sredstev, kjer je to izvedljivo. Kjer preoblikovanje ni izvedljivo, bi bilo treba uvesti varovalke za povečanje odpornosti skladov KNVS na beg vlagateljev, ki bi po oceni FSB morale biti funkcionalno enakovredne kapitalskim, likvidnostnim in drugim bonitetnim zahtevam, ki banke ščitijo pred begom vlog.

FSB je napovedal, da bo do septembra 2013 pripravil končna priporočila za bančništvo v senci, ki bodo vsebovala tudi podrobna priporočila za vseh pet področij dela (od katerih so eno skladi denarnega trga). Čeprav je področje o SDT večinoma že zaključeno, bi na njihove reforme lahko vplivala tudi nekatera druga, predvsem področje o interakciji bank s subjekti v bančnem sistemu v senci, kot tudi področje o posojanju vrednostnih papirjev in repo poslih.

V **ZDA** so bile leta 2010 sprejete nekatere od predlaganih reform skladov denarnega trga. Ob njihovi uvedbi je Komisija za vrednostne papirje in trge (SEC) izpostavila, da je bil s temi reformami narejen prvi korak. Oktobra 2010 je delovna skupina predsednika ZDA objavila poročilo, v katerem je začrtala dodatne možnosti, saj ni bilo mogoče pričakovati, da bi reforme iz leta 2010 lahko same preprečile beg vlagateljev. SEC se je skladno s tem vključil v priprave za uvedbo dodatnih strukturnih reform, vseeno pa je 22. avgusta 2012 njegova predsednica Mary Shapiro sporočila, da večina komisarjev SEC ne bo podprla strukturnih reform za panogo skladov denarnega trga, ki so jih predlagali strokovnjaki SEC.

Finančni minister ZDA Timothy Geithner je zato 27. septembra 2012 zahteval, da zaradi nedejavnosti SEC ukrepa Svet za nadzor finančne stabilnosti (FSOC). Ta je 13. novembra 2012 v javno posvetovanje dal predlog priporočil za reformo SDT. V njih je začrtal tri možnosti, ki niso nujno medsebojno izključujoče: (i) gibljiva neto vrednost sredstev; (ii) stabilna neto vrednost sredstev z blažilnikom z gibljivo neto vrednostjo sredstev in „minimalnim tveganim saldonom“ (*minimum balance at risk*) in (iii) stabilna neto vrednost sredstev z blažilnikom z gibljivo neto vrednostjo sredstev in drugi ukrepi. Rezultat javnega posvetovanja do datuma objave tega poročila še ni znan. Prav tako ni jasno, ali bo SEC spričo težav, ki jih je imel pri svojih začetnih poskusih, opisanih zgoraj, ukrepal v skladu s priporočili FSOC.

1.2 Evropske pobude

Maja 2010 je **Odbor evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje** (CESR, predhodnik Evropskega organa za vrednostne papirje in trge, ESMA) predstavil smernice za sprejetje usklajene definicije izraza „skladi denarnega trga“ v Evropi in za uvedbo novih skupnih standardov za tiste elemente, ki so se v času finančne krize izkazali za neuspešne. S smernicami je bila uvedena klasifikacija, ki ustvarja dve vrsti skladov denarnega trga: „kratkoročni skladi denarnega trga“ (K-SDT) in „skladi denarnega trga“ (SDT). Uvedeni so bili tudi strožji standardi za kakovost in ročnost portfeljev, upravljanje s tveganji in razkritja. Smernice CESR/ESMA so začele veljati julija 2011, s šestmesečnim prehodnim obdobjem za obstoječe sklade, in veljajo tako za sklade, ki so KNPVP, kot tudi za sklade, ki niso KNPVP.

Smernice že upoštevajo večino priporočil IOSCO. Tako na primer v skladu s priporočili IOSCO (priporočila 1 do 3) smernice uvajajo eksplicitno definicijo SDT, stroga pravila glede vrste instrumentov, v katere SDT lahko vlagajo (vključno s prepovedjo izpostavljenosti lastniškemu kapitalu), omejitve glede preostale zapadlosti instrumentov ter omejitve glede povprečnega tehtanega časa do zapadlosti (*average weighted term to maturity*, WAM) in tehtane povprečne življenjske dobe portfelja (*weighted average life*, WAL). V obdobju po začetku veljavnosti smernic, tj. v zadnjih mesecih leta 2011, se je precejšnje število skladov, ki so bili prvotno trženi kot SDT, preimenovalo in preselilo v druge kategorije skladov.

Kar zadeva priporočila IOSCO glede upravljanja likvidnosti (priporočila 6 do 8), je obstoječi evropski pravni okvir že trden. Kot določata Direktiva 2010/43/EU o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) in Direktiva 2011/61/EU o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov, se morajo izvajati redni likvidnostni obremenitveni testi.

Omeniti je treba tudi to, da okvir KNPVP že obravnava vprašanja razpršitve tveganj, omejevanja tveganj in primernosti finančnega premoženja.

Vseeno smernice CESR/ESMA ne izpolnjujejo vseh priporočil IOSCO in ne rešujejo vseh problemov, ki so po ugotovitvah IOSCO značilni za sklade denarnega trga. Predvsem je kratkoročnim skladom še vedno dopuščeno, da uporabljajo konstantno neto vrednost sredstev. Poleg tega lahko uporabljajo računovodenje po odplačni vrednosti za vrednotenje instrumentov s preostalo zapadlostjo, ki je fiksno omejena na 397 dni, kar lahko prav tako ustvari tveganja in zmanjša preglednost cen. Ker podpora sponzorjev trenutno ni zakonsko urejena in zanjo ne veljajo zahteve za poročanje, regulatorji o njej nimajo nobenih informacij.

Kot dopolnilo regulativnemu okviru EU se je v **panogi skladov** izoblikoval nabor najboljših praks, ki so zajete v kodeksu ravnanja Združenja institucionalnih skladov denarnega trga (IMMFA). Po tem kodeksu morajo SDT s konstantno neto vrednostjo sredstev vsaj tedensko spremljati razlike med svojimi objavljenimi cenami in vrednotenjem po tržnih cenah (t. i. senčna cena). Za odstopanja, ki so večja od 10, 20 in 30 bazičnih točk, bi morali obstajati postopki eskalacije, predvsem v obliki notranjega poročanja. V primerih, ko je tržna vrednost 50 bazičnih točk nižja od nominalne, se šteje, da je sklad utrpel „trajno izgubo vrednosti“. O vseh tovrstnih primerih, ko sklad „prebije dno“ (*breaks the buck*), je treba poročati IMMFA.

In končno, **Komisija** razpravlja o tem, ali so v regulativnem okviru za SDT potrebne nadaljnje reforme. Tako je v Zeleni knjigi o bančnem sistemu v senci (2012) izpostavila prav vlogo skladov denarnega trga. Objavila je tudi posvetovalni dokument o prihodnjem okviru za investicijske sklade (2012). V tem dokumentu en oddelek obravnava vprašanje skladov KNVS v primerjavi s skladi VNVS, njihovo vrednotenje, vlogo SDT pri sistemskih tveganjih in njihovo zanašanje na bonitetne ocene. Zakonodajni predlog Komisije o SDT bo verjetno predstavljen v prvem četrtletju 2013. Oktobra 2012 pa je **Evropski parlament** na ravni pristojnega odbora za ekonomske in monetarne zadeve sprejel predlog o bančništvu v senci, s katerim je podprl priporočila IOSCO in se zavzel za to, da bi skladi KNVS morali imeti omejeno dovoljenje za opravljanje bančnih storitev.

Kot je opisano v nadaljevanju, ima panoga SDT v Evropi veliko mednarodno komponento. Zato je eden od izzivov, s katerim se soočajo različne mednarodne in evropske pobude, ki so zdaj aktivne, v tem, kaj storiti v zvezi z tveganjem, ki bi lahko nastalo zaradi kakršnega koli razhajanja med različnimi regulativnimi pobudami za ureditev vprašanja sistemskih tveganj, ki jih povzročajo SDT.

II. SKLADI DENARNEGA TRGA IN FINANČNA STABILNOST

SDT so glavna skupina v sistemu bančništva v senci (FSB, 2011). So naložbeni produkti, za katere veljajo predpisi o vrednostnih papirjih, hkrati pa so podobni bankam v tem, da izvajajo transformacije zapadlosti in likvidnosti in jih vlagatelji včasih dojemajo kot varno alternativo bančnim vlogam, kar še posebej velja za sklade KNVS. Vendar imajo SDT lahko v posesti manj likvidna sredstva, ki lahko zapadejo mnogo kasneje od unovčenja naložb vlagateljev, poleg tega pa vsebujejo tudi naložbena tveganja. V nasprotju z bankami nimajo dostopa do javne varnostne mreže in praviloma nimajo izrecne podpore svojih sponzorskih podjetij, čeprav obstaja več primerov, v katerih so sponzorji aktivno podprli sklade, potem ko so ti zašli v težave.

Številne ekonomske raziskave, zlasti o trgu ZDA, so pokazale, da so SDT zaradi svoje narave in načina delovanja ranljivi na destabilizirajoč beg vlagateljev, ki se lahko hitro razširi na več skladov. To lahko dodatno zmanjša likvidnost in dostopnost kratkoročnih posojil, nenazadnje tudi za banke, za katere STD predstavljajo pomemben vir financiranja⁽¹⁾. Tveganje bega vlagateljev nastaja predvsem zaradi t. i. prednosti prvega ter zaradi negotovosti v zvezi s tiho in diskrecijsko podporo sponzorja.

II.1 Prednost prvega

Prednost tistega, ki ukrepa prvi, je sicer značilna za vse investicijske sklade, vendar je po mnenju mnogih pomembna predvsem za sklade KNVS, saj ti ponujajo takojšnje unovčenje po zaokroženih konstantnih cenah (npr. 1 EUR ali 1 USD za enoto)⁽²⁾. Zato obstaja tveganje, da v obdobjih tržnih pretresov ali negotovosti glede kakovosti sredstev v portfelju cena enote ne bo odražala „resnične vrednosti“ portfelja. Prednost prvega izhaja iz dejstva, da so zgodnje zahteve za

⁽¹⁾ Glej tudi FSO (2012) str. 17–28, ki vsebuje analizo sistemskih tveganj in pregled dodatnih akademskih raziskav, npr. Baba et al. (2009); Duygan-Bump et al. (v pripravi); Gordon in Gandia (2012); Gorton in Metrick (2010), str. 261–297; Kacperczyk in Schnabl (2012); McCabe (2010); McCabe et al. (2012); Rosengren (2012); Scharfstein (2012); Squam Lake Group (2011).

⁽²⁾ Glej ESRB Occasional Paper (2012); FSB (2011); FSO (2012); IOSCO (2012); Baba et al. (2009); Gorton in Metrick (2010); McCabe (2010).

unovčenje poplačane po nominalni vrednosti, čeprav je dejanska vrednost sredstev morda nižja. To spodbudi prenos izgub na preostale delničarje, saj vlagatelji, ki unovčijo kasneje, utrpijo nesorazmerno izgubo. Zato prednost prvega lahko prispeva k destabilizirajočemu begu. Negotovost glede kakovosti sredstev v portfelju lahko predstavlja spodbudo za beg celo v primerih, ko se tržna vrednost dejansko ne razlikuje od nominalne. Tveganje bega vlagateljev je posebej veliko pri institucionalnih vlagateljih, saj imajo ti zelo močan odpor do tveganja in praviloma reagirajo hitreje in močneje kot mali vlagatelji. Bolj splošno lahko konstantna neto vrednost sredstev poveča tveganja destabilizacije s tem, da nekaterim vlagateljem vzbuja pričakovanje, da bodo poplačani po nominalni vrednosti, saj verjamejo, da so naložbe v SDT netvegan ekvivalent gotovini. Ko sklad ne izpolni teh pričakovanj, torej ko „prebije dno“, lahko zato pride do bega.

Čeprav prednost prvega obstaja predvsem pri skladih s konstantno neto vrednostjo sredstev, izkušnje iz finančne krize kažejo, da imajo tudi vlagatelji v sklade z variabilno vrednostjo včasih razlog, da umaknejo svoje naložbe⁽¹⁾. Ker SDT nimajo 100 % dnevne likvidnosti, dejansko obstajajo primeri, ko vlagateljev ni bilo mogoče izplačati. Zato imajo vlagatelji še vedno lahko razlog, da svoje vložke unovčijo hitro (kot pri vsakem drugem investicijskem skladu), saj nadaljnja unovčenja lahko prisilijo sklad, da proda manj likvidna sredstva in tako morda ustvari izgubo. Spodbudo za beg lahko še povečajo negotovosti glede računovodenja, ki so lahko prisotne tudi pri skladih z variabilno neto vrednostjo sredstev.

II.2 Podpora sponzorja

Več študij kaže, da so skladi denarnega trga v vsej svoji zgodovini uporabljali podporo tretjih strank⁽²⁾. Za obdobje 1980–2009 je Moody's ugotovil, da je v ZDA in Evropi podporo sponzorja prejelo več kot 200 skladov KNVS. Največ podpore je bilo dane med leti 2007 in 2009, ko je več kot 60 skladov (36 v ZDA in 26 v Evropi) potrebovalo pomoč, predvsem zaradi poslabšanje kreditne kakovosti/neizpolnjevanja obveznosti ali zaradi likvidnostnih težav. Po podatkih Moody's je bilo vsaj 20 družb, ki upravljajo prvorazredne sklade v ZDA in Evropi, prisiljenih zabeležiti za skupno okrog 12 milijard USD odhodkov, da so lahko ohranile vrednost svojih skladov KNVS. Poleg tega sta bili vsaj dve družbi za upravljanje prisiljeni zaprositi za sredstva iz bilance svojih matičnih družb in uporabiti mejno posojilo ameriške centralne banke, da sta lahko izplačali vlagatelje, medtem ko sta dve družbi konsolidirali premoženje SDT v bilanco stanja (glej tudi ESRB *Occasional Paper*, 2012).

Temeljna pomanjkljivost zanašanja skladov na tiho in diskrecijsko podporo sponzorja je razvidna iz težav ameriškega sklada Reserve Primary Fund, ki po propadu banke Lehman Brothers (do katere je bil izpostavljen z 1,2 % svoje NVS) ni bil sposoben ohraniti neto vrednosti sredstev nad 1 USD. Izguba je nemudoma povzročila beg vlagateljev, ki je zatem sprožil širši beg iz skladov denarnega trga v ZDA, saj so vlagatelji v samo nekaj dneh umaknili ogromno sredstev. Sponzor na koncu ni podprl sklada, kar je verjetno ustvarilo negotovost glede podpore sponzorja nasploh in pospešilo beg vlagateljev iz sektorja SDT. Ta dogodek je povzročil hude motnje na trgu komercialnih zapisov in ameriške oblasti prisilili, da so posredovale, med drugim tako, da so vzpostavile dve likvidnostni odprti ponudbi in razširile sistem zajamčenih vlog.

Ta primer kaže, kako pomembno vlogo ima podpora sponzorja, hkrati pa ilustrira tudi njene pomanjkljivosti. Zaradi njih je mogoče, da je v nedavni krizi negotovost glede podpore prispevala k posameznim begom vlagateljev. McCabe (2011) ter Gordon in Gandia (2012) so pokazali, da je možnost podpore sponzorja pomemben dejavnik v vedenju vlagateljev. Gordon in Gandia (2012) sta predstavila podatke, po katerih so skladi KNVS, ki jih upravljajo ali podpirajo potencialno krhke družbe, utrpeli bistveno večje odlive in imeli mnogo večje tveganje bega vlagateljev. Poleg tega analitiki in bonitetne agencije lahko upoštevajo bilanco stanja in finančno trdnost institucij, ki ponujajo SDT. Iz tega sledi, da implicitna narava

⁽¹⁾ Glej Scott (2012), ki navaja podatke ICI, po katerih so francoski skladi z variabilno neto vrednostjo sredstev v trimesečnem obdobju od julija do septembra 2007 izgubili okrog 40 % svojega premoženja. Vseeno to niso bili SDT po francoski zakonodaji, ampak so se tržili kot „razširjeni SDT“.

⁽²⁾ Glej Brady (2012) in Moody's (2010). Tudi posvetovalno poročilo IOSCO (april 2012) navaja ugotovitve SEC v zvezi s podporo sponzorja: v obdobju od avgusta 2007 do 31. decembra 2008 so strokovnjaki SEC ocenili, da je skoraj 20 % vseh SDT v večji ali manjši meri prejelo podporo institucij, ki so upravljale z njihovimi portfelji, in njihovih podružnic.

podpore sponzorja in nejasna sposobnost sponzorja, da podporo zagotovi, lahko ustvarjata negotovost med tržnimi udeleženci, zaradi katere so SDT lahko bolj ranljivi na beg vlagateljev. Na splošno je mogoče reči, da je sistem, ki je odvisen od implicitnega in diskrecijskega jamstva tretjih strank, nestabilen, saj garant ne izkaže stroškov takšnega implicitnega sistema v svoji bilanci stanja (McCabe, 2011).

II.3 Sedanje gospodarsko okolje

Zaradi sedanjih nizkih obrestnih mer se postavlja vprašanje, ali so SDT sposobni vzdrževati svojo konstantno neto vrednost sredstev. Po znižanju obrestnih mer ECB julija 2012 se je donosnost kratkoročnih vrednostnih papirjev, v katere evropski SDT vlagajo velika sredstva, zelo hitro zmanjšala in ponekod prešla celo v negativno območje. Ker struktura s konstantno neto vrednostjo sredstev ne more absorbirati izgub, so bili upravljalci skladov KNVS prisiljeni začasno zapreti vstop v sklad, nekateri pa so vsaj posredno dopustili drsenje neto vrednosti sredstev. V nekaterih primerih se namesto znižanja cene enote premoženja zmanjša število enot v lasti vlagateljev, kar pomeni, da dejanske izgube nosijo vlagatelji. Kot primer, oktobra 2012 je JPMorgan Chase objavil tovrsten prenos izgub na vlagatelje v svojih dveh velikih evropskih skladih denarnega trga (Euro Liquid Fund s 4 milijardami EUR premoženja v upravljanju in Government Liquidity Fund s 13 milijardami EUR). Tema dvema in ostalim sorodnim skladom, ki so ravnali enako, je bil dodan nov razred enot premoženja z imenom „flex“, tako da bodo skladi ohranjali vrednost imetij vlagateljev stabilno na ravni 1 EUR za enoto, vendar bodo odštevali enote od skupnega računa, da bi krili operativne stroške in negativne prihodke.

III. STRUKTURA PANOGE SDT V EVROPI

Da bi bilo mogoče oceniti, kako skladi denarnega trga vplivajo za finančno stabilnost (bolj konceptualno je vprašanje obravnavano v prejšnjem oddelku) in kako bi nanjo lahko vplivala priporočila ESRB, podana v oddelku IV, je v tem oddelku na podlagi opravljene kvantitativne analize predstavljen podroben profil panoge SDT v Evropi.

Po statističnih podatkih ECB so imeli evropski SDT junija 2012 v upravljanju približno 1 bilijon premoženja. To je manj od najvišje vrednosti 1,4 bilijona EUR, ki je bila dosežena leta 2008, in blizu ravni iz leta 2011. Zmanjšalo se je tudi število skladov, saj jih je bilo v letu 2011 več kot 1 300, junija 2012 pa 1 171. Eden od razlogov za zmanjšanje števila je konsolidacija v sektorju, do katere je prišlo po uvedbi smernic CESR/ESMA, omenjenih v oddelku 1.2.

Približno 95 % evropskih skladov denarnega trga je skoncentriranih v treh državah: Francija (39-odstotni tržni delež premoženja v upravljanju), Luksemburg (31 %) in Irska (25 %). Junija 2012 so SDT upravljali približno 15 % vsega premoženja v upravljanju v celotni panogi investicijskih skladov v euroobmočju. Najvišji delež imajo v Franciji, kjer znaša približno 38 %. Na Irskem premoženje SDT predstavlja približno 32 %, v Luksemburgu pa 11 % celotnega trga investicijskih skladov. Kljub temu premoženje v upravljanju SDT v EU predstavlja le 2,5 % vsega premoženja v sektorju denarnih finančnih institucij (MFI) v euroobmočju (brez centralnih bank).

III.1 Obseg ankete ESRB o skladih denarnega trga

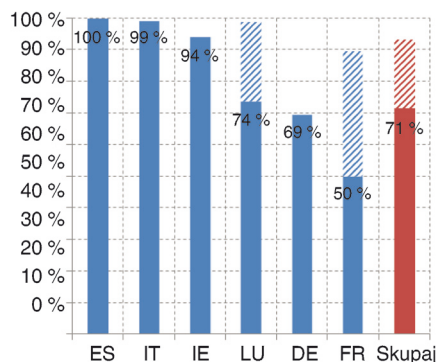
Da bi zbral bolj granularne podatke od tistih, ki so na voljo v statistikah ECB, je ESRB izvedel anketo o SDT, v kateri je uporabil tudi podatke o posameznih skladih. Podatke je „po najboljših močeh“ zbralo šest držav (Francija, Nemčija, Irska, Italija, Luksemburg in Španija), nanašajo pa se na stanje ob koncu junija 2012. Zbrani podatki omogočajo razčlenitev bilance glede na vrsto sklada (skladi KNVS, S-VNVS in drugi VNVS), kar po statistikah ECB ni mogoče. Anketa vsebuje tudi podatke o senčnih cenah skladov KNVS v obdobju od junija 2007 do junija 2012.

Zajema 71 % vsega premoženja v upravljanju v panogi SDT v šestih državah poročevalkah, merjeno po statistiki ECB ⁽¹⁾. Nadaljnje – agregirane – informacije so bile zbrane za dodatnih 22 % sektorja v teh državah. Ti dodatni podatki omogočajo le razčlenitev po vrsti sklada, upravljavcu sklada in velikosti sklada po obsegu premoženja v upravljanju (glej **sliko 1**). Skupaj podatki v anketi zajemajo 93 % panoge SDT v šestih državah (ali 89 % celotnega sektorja SDT v EU).

⁽¹⁾ Zajem je nekoliko manjši za obveznosti, ker ni podatkov o investitorskem zaledju SDT s sedežem v Nemčiji.

Slika 1

Anketa ESRB: zajem po državah (v %)

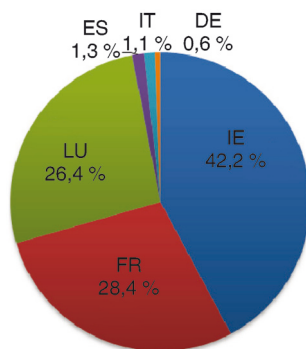


Vira: Anketa ESRB in ECB.

Opomba: Ciljni zajem v anketi je bil 75 % rezidenčnih SDT v vsaki državi glede na obseg premoženja v upravljanju. Črtkani del stolpca pomeni, da je bil zbran le del podatkov (npr. samo vrsta sklada). Zajem je dejansko višji, če se upošteva nekaj dvojnega štetja (npr. za Francijo zajem doseže 60 %, če se izključijo skladi skladov in napajalni (*master-feeder*) skladi).

Slika 2

Sestava vzorca (po obsegu premoženja v upravljanju, v %)



Vir: Anketa ESRB.

Opomba: Samo delež popolnega poročanja.

Kot je pokazala anketa, predstavljajo skladi KNVS približno 43 % (ali 433 milijard EUR) vsega premoženja v upravljanju evropskih SDT. Od teh skladov imata približno dve tretjini sedež na Irskem (272 milijard EUR), ena tretjina pa v Luksemburgu (161 milijard EUR). SDT v Franciji so razdeljeni med kratkoročne sklade VNVS (47 %) in druge sklade VNVS (36 %). V Nemčiji, Italiji in Španiji so SDT skoraj izključno skladi z variabilno neto vrednostjo sredstev. V zvezi z razlikovanjem med skladi s konstantno in variabilno neto vrednostjo sredstev je treba omeniti, da zgornji podatki temeljijo na tem, kako so se v anketi zajeti skladi opredelili sami, saj jasna pravna ali statistična opredelitev enih in drugih ne obstaja. Nekateri skladi imajo hkrati enote premoženja s fiksno kot tudi enote premoženja z variabilno neto vrednostjo sredstev.

Po številu je bilo v anketi zajetih 123 skladov KNVS, ki delujejo v Luksemburgu in na Irskem, kar predstavlja 13 % vseh v anketi zajetih skladov v šestih državah, vendar kar 45 % vsega premoženja v upravljanju (glej **tabelo 1**). Anketa zajema tudi 330 skladov VNVS (od tega 124 kratkoročnih) iz naštetih šestih držav.

Tabela 1

Razčlenitev premoženja v upravljanju in števila skladov po vrsti in državi (v milijonih EUR)

	Francija		Irska		Luksemburg		Španija		Italija		Nemčija		Celoten vzorec	
	Št. skladov	Velikost	Št. skladov	Velikost	Št. skladov	Velikost	Št. skladov	Velikost	Št. skladov	Velikost	Št. skladov	Velikost	Št. skladov	Velikost
KNVS	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 %
K-VNVS	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 %
VNVS	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 %
Drugi VNVS	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 %
KNPVP	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 %
Ne-KNPVP	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 %
Ni podatkov	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 %
Skupaj	435	395,343	98	309,471	298	250,610	71	8,999	14	7,934	48	6,077	964	978,434

Vira: Anketa ESRB in ECB.

Opomba: Kategorija „Skupaj“ se nanaša na statistiko ECB o bilančnih postavkah SDT in na register denarnih finančnih institucij. Kategorija „Drugi VNVS“ se nanaša na sklade, ki v anketi niso bili zajeti. Kategorija „Ni podatkov“ za francoske sklade se nanaša na pokojninske sheme za zaposlene, napajalne sklade, sklade skladov in sklade, ki so omejeni na enega ali na omejeno število vlagateljev („fonds dédiés“), ki so lahko KNPVP ali ne-KNPVP.

III.2 Pregled sredstev SDT

V zvezi z **gospodarskimi sektorji** statistike ECB o skladih denarnega trga kažejo, da ti vlagajo predvsem v sektor denarnih finančnih institucij. To potrjuje tudi anketa ESRB, ki kaže, da njihova povprečna izpostavljenost temu sektorju znaša 75 %. Raven izpostavljenosti se praviloma ne razlikuje glede na vrsto sklada (glej **tabelo 2** in **sliko 4**). Izpostavljenost podjetniškemu sektorju je razmeroma majhna (10 %). Po statistikah ECB se pomen dolžniških vrednostnih papirjev nefinančnih družb v portfelju sredstev SDT v zadnjih treh letih zmanjšuje (glej **sliko 3**). Pri izbiri izdajateljev smernice CESR/ESMA skladom predpisujejo spodnji bonitetni prag izdajateljev. Zato so sredstva evropskih SDT zgoščena v razmeroma majhnem številu visokokakovostnih bančnih in nebančnih izdajateljev (glej FitchRatings, 2012).

Tabela 2

Razporeditev naložb po vrsti sklada in sektorju (v % vseh sredstev)

	MFI	NFD	Država	DFP
1 -KNVS	73,9 %	9,7 %	13,7 %	2,7 %
2 - Kratkoročni VNVS	79,7 %	11,2 %	8,4 %	0,7 %

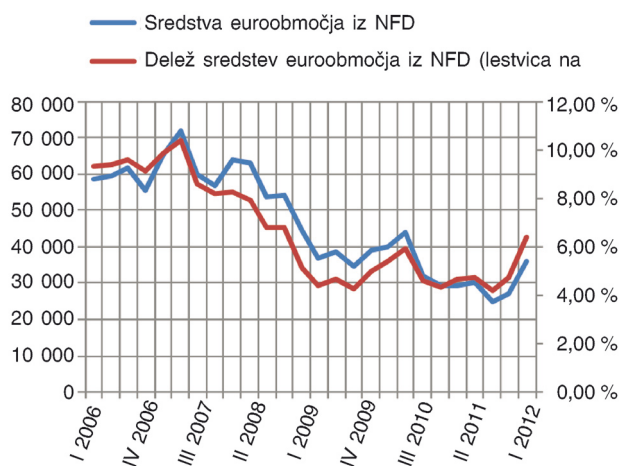
	MFIs	NFD	Država	DFP
3 - VNVS (brez K-VNVS)	74,7 %	7,9 %	16,0 %	1,4 %
1 - KNPVP	75,4 %	9,3 %	13,2 %	2,1 %
2 - Ne-KNPVP	73,7 %	12,6 %	12,5 %	1,2 %
Skupaj anketa	75,2 %	9,6 %	13,1 %	2,1 %
Skupaj statistika ECB	75,5 %	6,6 %	11,1 %	6,9 %

Vir: Anketa ESRB in ECB.

Opomba: Podatki ECB za skupna sredstva se nanašajo samo na nasprotno stranke v euroobmočju.

Slika 3

Izpostavljenost SDT nefinančnim družbam (NFD) v euroobmočju (v milijonih EUR in %)



Vir: ECB.

Opomba: Delež v skupnih sredstvih euroobmočja je izračunan kot razmerje med vrednostnimi papirji nefinančnih družb v imetju SDT in vsemi vrednostnimi papirji, ki so jih izdali rezidenti euroobmočja.

Kot kaže razčlenitev v tabeli 2, predstavljajo SDT v primerjavi z drugimi sektorji za banke pomemben vir financiranja. Pomen SDT pri kratkoročnem financiranju (zapadlost manj kot eno leto) denarnih finančnih institucij euroobmočja potrjujejo tudi statistike ECB o izdajanju vrednostnih papirjev. Kot je razvidno iz tabele 3, imajo SDT v euroobmočju v posesti približno 40 % kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdale banke.

Tabela 3

Delež kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev denarnih finančnih institucij v posesti SDT v euroobmočju (v milijonih EUR in %)

Obdobje	Sredstva SDT	Izdaje VP	Razmerje
II 2010	320 802	734 187	43,7 %
III 2010	314 738	743 246	42,3 %
IV 2010	299 593	572 050	52,4 %
I 2011	289 694	617 695	46,9 %
II 2011	245 488	582 244	42,2 %
III 2011	238 795	613 012	39,0 %

Obdobje	Sredstva SDT	Izdaje VP	Razmerje
IV 2011	228 310	702 274	32,5 %
I 2012	258 594	710 553	36,4 %
II 2012	254 974	677 840	37,6 %

Vir: ECB.

Poleg tega so skladi VNVS v Franciji precej izpostavljeni domačemu sektorju denarnih finančnih institucij (banke in drugi SDT), skladi KNVS na Irskem pa denarnim finančnim institucijam s sedežem zunaj EU (glej **tabelo 4** in **sliko 4**). Po drugi strani vlagajo luksemburški skladi več v denarne finančne institucije s sedežem v EU razen Luksemburga. In končno, SDT v Nemčiji, Italiji in Španiji primerjalno več vlagajo v domači javni sektor.

Tabela 4

Izbrane razčlenitve naložb SDT po regijah, vrsti skladov in sektorjih (v milijonih EUR).

	Skladi KNVS s sedežem na Irskem				
	MFI	NFD	Država	DFP	Skupaj
Domači	12 661	1 531	57	2	14 251
Ostala EU	75 205	4 644	6 997	808	87 654
Tujina	127 647	18 440	19 188	6 213	171 488
Skupaj	215 513	24 615	26 242	7 023	273 393

	Skladi KNVS s sedežem v Luksemburgu				
	MFI	NFD	Država	DFP	Skupaj
Domači	965	0	446	0	1 411
Ostala EU	57 262	9 463	6 237	3 631	76 593
Tujina	32 954	6 101	23 906	735	63 696
Skupaj	91 181	15 564	30 589	4 367	141 700

	Skladi VNVS s sedežem v Franciji				
	MFI	NFD	Država	DFP	Skupaj
Domači	109 905	12 087	4 709	555	127 256
Ostala EU	53 949	11 218	1 732	50	66 949
Tujina	3 100	678	0	0	3 778
Skupaj	166 954	23 983	6 441	605	197 982

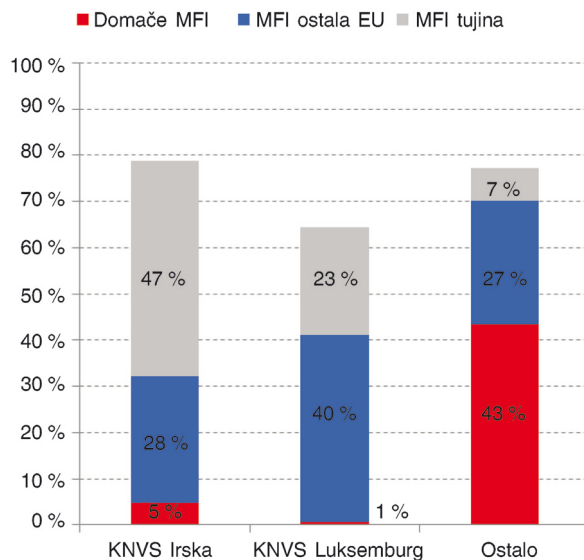
	Skladi s sedežem v Nemčiji, Italiji in Španiji				
	MFI	NFD	Država	DFP	Skupaj
Domači	6 390	213	10 093	101	16 797
Ostala EU	1 887	338	1 345	136	3 706
Tujina	284	54	237	8	583
Skupaj	8 561	604	11 675	245	21 086

Vir: Anketa ESRB.

Opomba: Skupno zajetje je 65 % premoženja v upravljanju SDT s sedežem v šestih državah, ki so sodelovale v anketi.

Slika 4

Delež naložb v denarne finančne institucije po geografskem poreklu (v %)



Vir: Anketa ESRB.

Opomba: Kategorija „Ostalo“ vključuje sklade iz Francije, Italije, Španije in Nemčije ter sklade VNVS iz Irske in Luksemburga. Zajetje je 100 % v anketi ESRB in približno 70 % skupnega premoženja v upravljanju SDT v EU.

Kar se tiče vrste sredstev, anketa ESRB kaže, da so najpomembnejši razred finančnega premoženja v portfeljih SDT instrumenti denarnega trga (npr. komercialni zapisi, potrdila o vlogi) (glej tabelo 5). Obratne repo pogodbe, ki jih SDT uporabljajo za zagotavljanje likvidnosti v zameno za zavarovanje, predstavljajo le 9 % vsega premoženja v upravljanju in se sklepajo skoraj izključno z drugimi denarnimi finančnimi institucijami. Listinjeni vrednostni papirji predstavljajo le zelo majhen delež. Na „denarna sredstva“ (tj. vloge brez zapadlosti ali z nedoločeno zapadlostjo) je odpadlo 6,6 % sredstev v vzorcu, vendar je njihov delež večji v irskih skladih KNVS (11 %) kot v drugih skladih (npr. 2 % v skladih KNVS v Luksemburgu in 2,5 % v kratkoročnih skladih VNVS v Franciji).

Tabela 5

Razporeditev naložb po vrsti sklada in instrumentih (v %)

	Denarna sredstva	Instrumenti denarnega trga		Obratne repo pogodbe		Listinjeni vrednostni papirji	Državni dolg	Drugi instrumenti/ nedodeljeno
			od tega z MFI		od tega z MFI			
1 - KNVS	7,9 %	58,1 %	48,9 %	11,4 %	11,3 %	1,1 %	13,7 %	7,9 %
2 - Kratkoročni VNVS	4,0 %	77,5 %	67,3 %	5,8 %	5,8 %	0,1 %	8,4 %	4,5 %
3 - VNVS (brez K-VNVS)	5,3 %	66,5 %	59,1 %	5,3 %	5,2 %	0,0 %	16,1 %	7,0 %
1 - KNPVP	6,4 %	62,9 %	54,1 %	9,7 %	9,6 %	0,7 %	13,2 %	7,3 %
2 - Ne-KNPVP	8,9 %	73,6 %	61,1 %	1,2 %	1,2 %	0,1 %	12,6 %	4,1 %
Skupaj	6,6 %	63,7 %	54,7 %	9,0 %	9,0 %	0,7 %	13,1 %	7,0 %

Vir: Anketa ESRB.

Opomba: Delež kot odstotek vsega v anketi zajetega premoženja v upravljanju. Kategorija „Denarna sredstva“ vključuje nevezane bančne vloge. Vloge s fiksno zapadlostjo so vključene v kategoriji „Drugi instrumenti“.

Anketa vključuje tudi podatke o **zapadlosti** sredstev SDT. Zdi se, da imajo skladi s konstantno neto vrednostjo sredstev bolj konzervativen likvidnostni profil, saj delujejo s krajšimi zapadlostmi kot drugi skladi. Tako npr. okrog 39 % (133 milijard EUR) premoženja v upravljanju skladov KNVS zapade v enem tednu, medtem ko je pri kratkoročnih skladih VNVS (večinoma v Franciji) tovrstnega premoženja 22 %, pri drugih skladih VNVS pa 16 % (glej **tabelo 6**)⁽¹⁾.

Tabela 6

Razčlenitev sredstev po vrsti sklada in skupinah zapadlosti (v %)

	1 dan ali manj/čez noč	> 1 dan; ≤ 1 teden	> 1 teden; ≤ 1 mesec	> 1 mesec; ≤ 3 meseci	> 3 meseci; ≤ 6 mesecev	> 6 mesecev; ≤ 1 leto	> 1 leto; ≤ 397 dni	> 397 dni (za SDT razen K-SDT)	Zajetje
1 - KNVS	26,3 %	12,7 %	16,9 %	26,1 %	11,5 %	6,1 %	0,3 %	0,0 %	82 %
2 - Kratkoročni VNVS	16,9 %	4,8 %	18,3 %	41,0 %	13,0 %	5,9 %	0,0 %	0,0 %	100 %
3 - VNVS (brez K-VNVS)	12,4 %	3,3 %	13,5 %	32,7 %	20,4 %	16,3 %	1,5 %	2,4 %	99 %
1 - KNPVP	21,9 %	8,8 %	16,7 %	30,5 %	13,4 %	8,2 %	0,5 %	0,6 %	87 %
2 - Ne-KNPVP	14,5 %	2,7 %	15,3 %	36,5 %	19,7 %	10,8 %	0,4 %	0,3 %	100 %
Skupaj	21,1 %	8,8 %	16,5 %	30,9 %	13,8 %	8,4 %	0,5 %	0,5 %	89 %

Vir: Anketa ESRB.

Opomba: Zajetje se nanaša na delež v skupnem premoženju v upravljanju (kot sledi iz ankete) in za katerega so na voljo podatki o razčlenitvi po zapadlosti. Kategorija „1 dan ali manj“ vključuje tudi vloge brez zapadlosti ali vloge brez omejitev v zapadlosti.

In končno, statistika ECB omogoča tudi pregled sredstev skladov po valutah. Kot je razvidno iz tabele 7, imajo irski skladi denarnega trga največji delež premoženja v britanskih funtih, medtem ko je večina premoženja v imetju luksemburških skladov v ameriških dolarjih. Premoženje v valutah, ki niso euro, predstavlja zanemarljiv delež vsega premoženja v upravljanju skladov v Franciji, Nemčiji, Italiji in Španiji. Sodeč po posamičnih nepreverjenih podatkih SDT nimajo večjih valutnih neskladij.

Tabela 7

Valutna razčlenitev premoženja SDT s sedežem na Irskem, v Luksemburgu in Franciji (v milijonih EUR in %)

	Valuta sredstev	Dolžniški VP domačih MFI	Dolžniški VP MFI iz drugih držav euro-območja	Domači dolžniški VP razen VP MFI	Dolžniški VP iz drugih držav euro-območja razen VP MFI	Dolžniški VP iz držav zunaj euro-območja	Vloge iz držav zunaj euroobmočja	Druga sredstva	Skupaj po valutah	% po valutah
Irška	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
	Ni na voljo ⁽¹⁾							13 945	13 945	4,51
	Skupaj po postavkah	464	48 816	1 536	10 608	171 911	62 191	13 945	309 471	100,00

⁽¹⁾ Odstotki se nanašajo na skupno premoženje v upravljanju skladov, zajetih v anketi ESRB, za katere je na voljo razčlenitev po zapadlosti (npr. 81 % vseh sredstev v upravljanju skladov KNVS in 100 % za druge kategorije skladov). To pomeni, da bi se ti odstotni deleži lahko spremenili, če bi bilo zajetje razširjeno na vse sklade.

	Valuta sredstev	Dolžniški VP domačih MFI	Dolžniški VP MFI iz drugih držav euro-območja	Domači dolžniški VP razen VP MFI	Dolžniški VP iz drugih držav euro-območja razen VP MFI	Dolžniški VP iz držav zunaj euro-območja	Vloge iz držav zunaj euroobmočja	Druga sredstva	Skupaj po valutah	% po valutah
Luksemburg	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
	Ni na voljo ⁽¹⁾							35 022	35 022	13,97
	Skupaj po postavkah	1 928	34 773	1 407	39 536	91 580	46 364	35 022	250 610	100,00
Francija	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
	Ni na voljo ⁽¹⁾							89 757	89 757	22,70
	Skupaj po postavkah	155 765	46 278	31 833	31 208	39 638	864	89 757	395 343	100,00

Vir: ECB.

⁽¹⁾ Kategorija „Ni na voljo“ obsega imetja SDT (i) delnic in drugega lastniškega kapitala (večinoma zanemarljiv delež); (ii) enote premoženja drugih SDT in (iii) preostala sredstva. V primeru Francije je komponenta (ii) razmeroma velika, okrog 50 milijard EUR, in najverjetneje v eurih.

III.3 Pregled vlagateljev SDT

Statistike ECB o skladih denarnega trga dajejo le splošen pregled sestave vlagateljev SDT in pokrivajo predvsem euroobmočje. Pregled dopolnjuje anketa ESRB, ki vključuje tudi podatke o sektorskih razčlenitvi vlagateljev, zlasti za vlagatelje zunaj euroobmočja. Geografska razčlenitev vlagateljev SDT po regijah in vrsti skladov iz obeh razpoložljivih virov je prikazana v tabeli 8.

Geografska razčlenitev: skladi s sedežem v Franciji, Italiji in Španiji imajo pretežno domače investitorsko zaledje, skladi na Irskem in v Luksemburgu pa se bolj zanašajo na povpraševanje iz tujine. Med obema viroma podatkov pri geografski sestavi vlagateljev obstajajo določena razhajanja, ki so najbolj izrazita pri razmerju med vlagatelji iz euroobmočja/EU in iz drugih držav v skladih na Irskem in v Luksemburgu (glej **tabelo 8**). Razlog je morda v različnem zajetu ali v objektivnih težavah upravljavcev skladov pri razvrščanju vlagateljev v ustrezno regijo ali sektor. Po podatkih ankete so vlagatelji v SDT iz držav zunaj EU razmeroma številni (41 %), njihov delež pa je še bistveno večji na Irskem (70 %). Skladno s tem 90 % vlagateljev v evropske SDT iz držav zunaj EU vlagajo v sklade s konstantno neto vrednostjo sredstev. Končno, za SDT v Nemčiji so podatki o vlagateljih na voljo samo v statistikah ECB. Po teh so vlagatelji v nemške sklade večinoma domači.

Tabela 8

Primerjava geografske razčlenitve vlagateljev v evropske SDT po statistikah ECB in anketi ESRB (v milijonih EUR in %)

		DOMAČI	Euroobmočje (brez domačih)	EU (brez domačih)	Tujina ⁽¹⁾	Preostalo	Skupaj (v mio. EUR)	Domači	Euroobmočje (brez domačih)	EU (brez domačih)	Tujina
Francija	Podatki ECB	368 496	16 718	n/a	2 676	7 453	395 343	93 %	4 %	n/a	1 %
	Anketa	193 645	n/a	2 475	67	n/a	196 187	99 %	n/a	1 %	0 %
Irsko	Podatki ECB	15 789	36 487	n/a	252 693	4 502	309 471	5 %	12 %	n/a	82 %
	Anketa	17 018	n/a	71 563	202 364	n/a	290 945	6 %	n/a	25 %	70 %

		DOMAČI	Euroobmočje (brez domačih)	EU (brez domačih)	Tujina (1)	Preostalo	Skupaj (v mio. EUR)	Domači	Euroobmočje (brez domačih)	EU (brez domačih)	Tujina
Luksemburg	Podatki ECB	10 172	81 766	n/a	152 159	6 513	250 610	4 %	33 %	n/a	61 %
	Anketa	12 493	n/a	92 651	79 340	n/a	184 485	7 %	n/a	50 %	43 %
Italija	Podatki ECB	7 820	12	n/a	22	80	7 934	99 %	0 %	n/a	0 %
	Anketa	7 820	n/a	15	20	n/a	7 854	100 %	n/a	0 %	0 %
Španija	Podatki ECB	8 860	72	n/a	28	39	8 999	98 %	1 %	n/a	0 %
	Anketa	8 881	n/a	100	0	n/a	8 981	99 %	n/a	1 %	0 %
Nemčija	Podatki ECB	4 120	1 547	n/a	384	26	6 077	68 %	25 %	n/a	6 %
	Anketa	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Skupaj	Podatki ECB	435 941	137 229	n/a	408 653	18 736	1 000 559	44 %	14 %	n/a	41 %
	Anketa	239 857	n/a	166 804	281 791		688 452	35 %	n/a	24 %	41 %

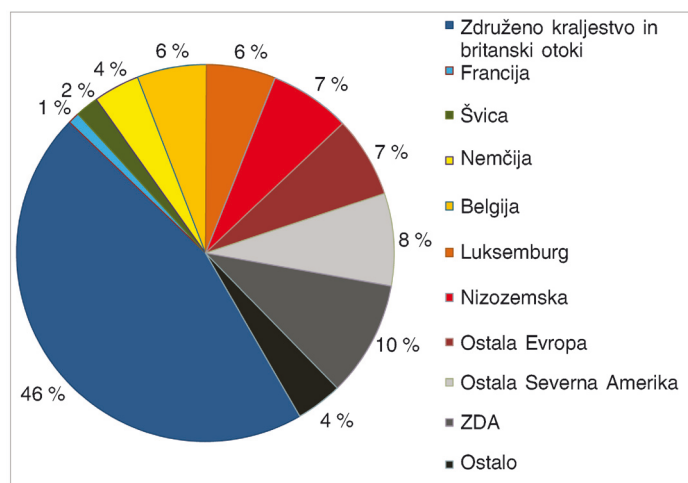
Vir: Anketa ESRB in ECB.

(1) Označuje nerezidente EU v anketi ESRB in nerezidente euroobmočja v statistikah ECB.

Negotovost glede točnosti podatkov o vlagateljih ilustrirajo tudi podatki Združenja institucionalnih skladov denarnega trga (IMMFA), saj je po teh delež vlagateljev iz držav zunaj EU v sklade KNVS v EU precej manjši (glej **slika 5**).

Slika 5

Vlagatelji v SDT IMMFA po državah (december 2010)



Vir: IMMFA (omenjeno v ESRB Occasional Paper, 2012).

Kar zadeva **sektorsko razčlenitev** investitorskega zaledja SDT v EU (glej **tabelo 9**), anketa kaže, da velik del vlagateljev (32 %) prihaja iz sektorja MFI, kateremu sledijo sektor podjetij (21 %), sektor zavarovalnic in pokojninskih skladov (13 %) in sektor drugih finančnih posrednikov (npr. drugi investicijski skladi, hedge skladi) (12 %). Iz tega sledi, da so SDT pomemben vir financiranja za banke, hkrati pa so tudi banke same pomemben vlagatelj v te sklade.

Tabela 9

Investitorsko zaledje za izbrane kategorije skladov (v milijonih EUR in %)

Vrsta sklada	Država poročevalka	Skupaj (v mio. EUR)	MFI	NFD	DFP	Sektor zavarovalnic in pokojninskih skladov	Sektor gospodinjstev	Drugo ali ni podatkov	Zajetje ⁽¹⁾	Prilagojeno zajetje
1 - KNVS	Irska	272 962	37,8 %	10,7 %	22,0 %	3,2 %	0,1 %	26,3 %	100,0 %	73,7 %
	Luksemburg	141 700	48,8 %	32,5 %	1,5 %	3,1 %	13,5 %	0,6 %	88,0 %	87,5 %
2 - Kratkoročni VNVS	Francija	103 389	14,7 %	22,4 %	1,1 %	50,7 %	5,1 %	6,0 %	55,6 %	49,7 %
	Druge države	35 598	21,5 %	11,2 %	31,9 %	24,7 %	1,1 %	9,5 %	100,0 %	90,5 %
3 - VNVS (brez K-VNVS)	Francija	92 798	25,5 %	44,0 %	5,7 %	10,0 %	5,7 %	9,1 %	65,4 %	56,3 %
	Druge države	44 710	8,7 %	3,0 %	5,5 %	10,2 %	55,0 %	17,5 %	100,0 %	82,5 %
1 - KNPVP	Vse države	636 383	34,4 %	20,2 %	12,7 %	10,6 %	7,1 %	15,0 %	99,4 %	84,4 %
2 - Ne-KNPVP	Vse države	54 774	7,4 %	29,1 %	2,3 %	37,8 %	17,6 %	5,8 %	97,6 %	91,8 %
Skupaj	Vse države	691 157	32,2 %	20,9 %	11,9 %	12,7 %	7,9 %	14,3 %	70,6 %	56,4 %

Vir: Anketa ESRB.

⁽¹⁾ Zajetje po vrsti skladov je izračunano glede na obseg popolnega in delnega poročanja. Zajetje za skupni obseg je izračunano glede na vse sklade v šestih poročevalskih državah po podatkih ECB. Prilagojeno zajetje je pobotano zajetje kategorije „Drugo ali ni podatkov“. **Krepka pisava označuje celice z več kot 20 milijardami EUR.**

V zvezi z **nacionalnimi posebnostmi** podatki kažejo, da v skladih KNVS na Irskem in v Luksemburgu med vlagatelji prevladujejo denarne finančne institucije. V irskih skladih KNVS je med vlagatelji tudi veliko drugih finančnih posrednikov iz držav zunaj EU (22 %). Zavarovalnice in pokojninski skladi so glavni vlagatelji v kratkoročne sklade VNVS s sedežem v Franciji. Največ naložb nefinančnih družb je v luksemburških skladih KNVS (46 milijard EUR), francoskih skladih VNVS brez kratkoročnih (41 milijard EUR) in irskih skladih KNVS (29 milijard EUR). In končno, velika večina vlagateljev v SDT v Španiji in Italiji spada v sektor gospodinjstev. Vrednost vseh naložb evropskih gospodinjstev v SDT v šestih poročevalskih državah je 32 milijard EUR. Precejšen delež naložb gospodinjstev iz držav zunaj EU gre v sklade KNVS v Luksemburgu (16 milijard EUR).

III.4 Koncentracija panoge

Panoga SDT v Evropi je razmeroma skoncentrirana, še posebej pri skladih KNVS. Po podatkih iz ankete ima deset največjih skladov KNVS v Evropi – od skupno 123 – približno 55-odstotni tržni delež, kar predstavlja 226 milijard EUR premoženja (glej **tabelo 10**). Pri skladih VNVS ima deset največjih 33-odstotni tržni delež, vsi razen enega pa imajo sedež v Franciji. Pri skladih, ki niso KNPVP, ima deset največjih 74-odstotni tržni delež ⁽¹⁾.

Tabela 10

Koncentracija prvih 3, 5, 10 in 20 skladov v izbranih kategorijah skladov (v %)

Skladi	KNVS Irska	KNVS Luksemburg	Francija	Vsi KNVS	Vsi VNVS	KNPVP	Ne-KNPVP	Vsi skladi
Prvi 3	26,10 %	65,40 %	16,70 %	27,60 %	15,10 %	16,50 %	46,10 %	12,30 %
Prvih 5	38,40 %	77,30 %	23,10 %	36,50 %	21,10 %	22,70 %	55,70 %	17,60 %
Prvih 10	64,00 %	86,80 %	35,90 %	55,50 %	32,80 %	34,40 %	73,70 %	26,80 %

⁽¹⁾ Večinoma zaradi velikega sklada VNVS s sedežem v Franciji, ki predstavlja 35 % vseh v anketi zajetih skladov, ki niso KNPVP.

Skladi	KNVS Irska	KNVS Luksemburg	Francija	Vsi KNVS	Vsi VNVS	KNPVP	Ne-KNPVP	Vsi skladi
Prvih 20	84,30 %	Ni podatkov	50,50 %	77,60 %	48,10 %	52,20 %	88,80 %	40,60 %

Vir: Anketa ESRB.

Opomba: Deleža za kategoriji „Francija“ in „Vsi skladi“ sta izračunana v razmerju do skupnega premoženja v upravljanju v statistiki ECB za poročane države; za vse druge kategorije so deleži izračunani v razmerju do skupnega premoženja v upravljanju v skladih, za katere so na voljo ustrezni podatki (KNVS ali VNVS, KNPVP ali ne-KNPVP), in znašajo 89 % za sklade KNVS/VNVS in 82 % za KNPVP in ne-KNPVP.

Kot kaže analiza koncentracije po upravljavski skupini, predstavlja pet največjih skupin, ki upravljajo SDT v Evropi, 40 % celotne panoge SDT v EU, največjih 10 pa 54 %. Še večja je koncentracija v panogi skladov KNVS, kjer v Luksemburgu na pet največjih skupin odpade 87 %, na Irskem pa 59 %. Pri skladih, ki niso KNPVP, predstavljajo trije največji upravljavci v Evropi 67 % celotnega sektorja. Od desetih največjih skupin v Evropi je sedem povezanih z bankami (tudi štiri od prvih petih), dve sta neodvisna upravljavca premoženja, eden pa pripada zavarovalniški skupini.

Tabela 11

Koncentracija panoge SDT glede na skupino, ki upravlja sklad (v %)

Sponsorji	KNVS Irska	KNVS Luksemburg	Francija	Vsi KNVS	Vsi VNVS	KNPVP	Ne-KNPVP	Vsi skladi
Prve 3	43,90 %	84,10 %	46,20 %	51,10 %	43,90 %	37,90 %	67,00 %	30,00 %
Prvih 5	59,30 %	86,80 %	58,60 %	61,10 %	55,70 %	47,10 %	77,00 %	40,50 %
Prvih 10	73,80 %	Ni podatkov	71,10 %	81,60 %	70,20 %	62,30 %	91,90 %	53,60 %

Vir: Anketa ESRB.

Opomba: Deleža za kategoriji „Francija“ in „Vsi skladi“ sta izračunana v razmerju do skupnega premoženja v upravljanju v statistiki ECB za poročane države; za vse druge kategorije so deleži izračunani v razmerju do skupnega premoženja v upravljanju v skladih, za katere so na voljo ustrezni podatki (KNVS ali VNVS, KNPVP ali ne-KNPVP), in znašajo 89 % oz. 82 %.

III.5 Odstopanje skladov KNVS od paritete

V preteklosti so evropski SDT kazali odstopanja med svojo senčno in konstantno ceno (tj. utrpeli so nerealizirane izgube po dnevni tržni ceni). Po anketi ESRB je v obdobju od junija 2007 do junija 2012 v vzorcu 76 skladov (ki upravljajo 414 milijard EUR premoženja) 18 skladov KNVS beležilo odstopanja v višini do 10 bazičnih točk, 15 skladov KNVS pa več kot 10 bazičnih točk (glej **tabelo 12**). Poleg tega na 13 od 15 skladov KNVS z odstopanji nad 10 bazičnih točk odpade približno 72 milijard EUR premoženja v upravljanju⁽¹⁾; med temi so tudi trije od desetih največjih skladov v vzorcu. Vseeno so bila pri nekaterih skladih odstopanja omejena na kreditni dogodek po propadu banke Lehman Brothers v letu 2008. Omeniti je treba, da ti podatki pokrivajo tako obdobje pred regulativno reformo CESR/ESMA na področju SDT kot tudi po njej in da iz podatkov, zbranih z anketo, ni mogoče ugotoviti, v katerem obdobju je prišlo do odstopanja.

Tabela 12

Odstopanja skladov KNVS od paritete v obdobju od junija 2007 do junija 2012 (v milijonih EUR in %)

Odstopanje	Skupaj	Z razpoložljivimi podatki o velikosti			
	Število skladov	Število skladov	Skupaj neto vrednost sredstev	Delež	Neto vrednost sredstev, prvi 3
Do 10 bazičnih točk	18	13	77,872	28,00 %	45,935
11 bazičnih točk ali več	15	12	72,253	26,50 %	45,935

Vir: Anketa ESRB.

Opomba: Število odstopanj od paritete v obdobju od junija 2007 do junija 2012; zajetje: 78 skladov KNVS (podatki o velikosti sklada so bili na voljo le za 65 skladov).

⁽¹⁾ Podatki za druga dva sklada KNVS niso na voljo.

IV. Priporočila ESRB

IV.1 Področje uporabe priporočil

Začrtani cilj, ki usmerja priporočila ESRB, je ublažiti tveganja, ki jih za finančno stabilnost predstavljajo SDT v EU zaradi njihovih bankam podobnih značilnosti in njihove občutljivosti na beg vlagateljev (zlasti v primeru skladov KNVS). Cilj priporočil je tudi primerno in dosledno izvajati relevantna priporočila IOSCO v Evropi.

Komisija je nakazala svojo namero, da bo v zvezi s KNPVP in SDT razvila zakonodajne ukrepe za celotno Unijo. Skladno s ciljem harmoniziranega izvajanja v celotni Uniji je Komisija edini **naslovnik** priporočil ESRB. Komisija se lahko v zvezi z izvajanjem priporočil ESRB za nasvet obrne na evropske nadzorne organe – zlasti na ESMA – in jih lahko za harmonizirano uporabo priporočil prosi, da razvijejo potrebne tehnične standarde, smernice in priporočila (vključno s predlogami za poročanje in razkritje). Vzpostavitev tehničnih standardov v zvezi z regulacijo SDT presega področje uporabe te priloge.

Kar zadeva obdobje izvajanja priporočil ter v skladu s predvidenim časovnim potekom reformiranja okvira KNPVP, naj Evropska komisija poroča Evropskemu odboru za sistemska tveganja o napredku pri izvajanju priporočil do konca junija 2013 in do konca junija 2014. Pri priporočilu A je predlagana tudi prehodna ureditev.

Kar zadeva **zajetje skladov**, so priporočila ESRB skladno s priporočili IOSCO usmerjena na kolektivne investicijske sklade (KIS) s sedežem v EU, ki se ponujajo/prodajajo vlagateljem, pri čemer si prizadevajo ohraniti glavnico, zagotoviti dnevno likvidnost in ciljati donos v skladu z obrestnimi merami denarnega trga. Naslavljajo zlasti sklade, ki so označeni ali se prodajajo kot SDT ali imajo značilnosti SDT (tj. skušajo ohranjati vrednost kapitala, dnevno unovčenje naložb in obrestne mere denarnega trga), ali sklade, ki se prodajajo na način, ki daje tak vtis (npr. se prodajajo kot gotovinski skladi, likvidni ali likvidnostni skladi ali skladi s kratko zapadlostjo). Če vrsta sklada ni eksplicitno navedena (npr. KNVS, VNVS, kratkoročni SDT, KNPVP in skladi, ki niso KNPVP), je namen priporočil ESRB zajeti vse vrste evropskih SDT, kot je opredeljeno zgoraj, ne glede na njihovo ime ali veljaven regulativni okvir.

Vsako priporočilo je podrobneje opredeljeno spodaj, opisani so ekonomski razlogi in ocena, vključno z možnimi prednostmi in slabostmi ter, kjer je možno, potencialni tržni učinki. Pri oceni se izčrpno uporabljajo raziskovalne študije, rezultati namenskega zbiranja podatkov in razprave z udeleženci na trgu.

IV.2 Priporočilo A – obvezen prehod na variabilno neto vrednost sredstev

Komisija naj zagotovi, da ustrežna zakonodaja Unije:

1. ***od SDT zahteva, da imajo giblivo neto vrednost sredstev;***
2. ***od SDT zahteva, da na splošno uporabljajo pošteno vrednotenje in omejijo uporabo računovodenja po odplačni vrednosti na omejeno število vnaprej določenih okoliščin.***

IV.2.1 Ekonomski razlogi

(a) Začrtane opcije

Glavno sistemsko tveganje v zvezi s SDT je dejstvo, da so to subjekti bančništva v senci, ki izvajajo ekonomsko funkcijo, podobno bankam. Čeprav so podvrženi tržnemu nadzoru, so brez enakovredne pravne oblike in regulativnega okvira, ki velja za banke (glej oddelek II).

Priporočila IOSCO (oktober 2012), kot jih je potrdil FSB, nameravajo obravnavati to vprašanje. Dokument FSB o posvetovanju (november 2012) v zvezi z reformo bančništva v senci potrjuje delo organizacije IOSCO. Ta dokument navaja, da je mogoče tveganja obravnavati na dva načina: (i) z odstranitvijo tistih značilnosti SDT, ki povečujejo njihovo občutljivost na beg vlagateljev, tj. odstraniti vlogam podobne značilnosti, ki jih imajo skupaj z bankami; (ii) s tem, da se skladom denarnega trga omogoči, da ohranijo svoje vlogam podobne značilnosti, vendar izvajajo ukrepe za ublažitev tveganj na enak način kot bančna regulacija o skrbnem in varnem poslovanju.

Prva možnost bi terjala reformo vrednotenja delnic SDT, da bi se odstranile vlogam podobne značilnosti. Posledično bi morale vrednotenje delnic bolje odražati vrednost osnovnih sredstev SDT. To pomeni, da bodo morali SDT uporabljati model VNVS in na splošno uporabljati pošteno vrednotenje; z nadaljnjo uporabo računovodenja po odplačni vrednosti ne

bi smela vrednost sredstev veliko odstopati od poštene vrednosti. Alternativno bi lahko skladom denarnega trga dovolili nadaljnjo uporabo modela KNVS, vendar pod pogojem, da se poveča skladnost z bančno regulacijo. Tako bi morali delovati skladno z zahtevami, ki so enakovredne kapitalskim, likvidnostnim in drugim zahtevam glede skrbnega in varnega poslovanja, ki veljajo za banke in jih ščitijo pred navalom imetnikov vlog.

To odraža priporočilo 10 organizacije IOSCO: „SDT, ki ponujajo stabilno neto vrednost sredstev, bi morali biti podvrženi ukrepom, katerih namen je zmanjšati specifična tveganja, povezana s stabilno neto vrednostjo sredstev, da bi internalizirali stroške, ki izhajajo iz teh tveganj. Regulatorji bi morali zahtevati, kjer je to izvedljivo, pretvorbo v gibljivo/variabilno neto vrednost sredstev. Alternativno bi morale biti uvedene varovalke, da bi okrepili stabilno neto vrednost sredstev, odpornost SDT in sposobnost soočenja s precejšnjim unovčenjem naložb.“ FSB je v svojem dokumentu o posvetovanju iz novembra 2012 dodal, da kjer taka pretvorba ni izvedljiva, bi morale biti zahtevane varovalke „po učinku funkcionalno enakovredne kapitalskim, likvidnostnim in drugim zahtevam glede skrbnega in varnega poslovanja, ki banke varujejo pred navalom na svoje vloge“. Priporočilo 4 organizacije IOSCO nadalje navaja, da „bi morali SDT spoštovati splošno načelo poštene vrednosti pri vrednotenju vrednostnih papirjev, ki jih imajo v svojem portfelju. Metoda odplačne vrednosti bi se smela uporabiti samo v omejenih okoliščinah“.

Pri prehodu od KNVS na VNVS je treba natančno upoštevati trenutna mednarodna dogajanja (glej oddelek I.1). FSB bo svoj paket priporočil o bančništvu v senci predvidoma dokončal septembra 2013 (FSB, november 2012). Glede na medsebojno povezanost trgov in veliko prilagodljivost bančnega sistema v senci bi lahko trdili, da morajo biti predlogi v zvezi z bančništvom v senci, kamor sodijo tudi SDT, celoviti ter da bi bil nesistematičen ali nepopoln pristop hitro predmet arbitraže. FSB je napovedal, da se bo ukvarjal s pripravo postopkov, ki naj bi zagotovili, da se bodo različna priporočila o bančništvu v senci ustrezno izvajala, takoj ko bodo dokončna priporočila pripravljena. Ni pa razmišljal o nadaljnji pripravi priporočil o samih SDT.

Skladno s temeljno naravo produktov SDT je najbolj zaželena opcija okrepiti investicijske značilnosti SDT in zmanjšati njihove bankam/vlogam podobne značilnosti prek obvezne pretvorbe skladov KNVS v sklade VNVS. Temeljni razlogi za to, da se preseže priporočilo 10 organizacije IOSCO, so zmanjšana spodbuda k begu vlagateljev, povečana preglednost cen in zmanjšana medsebojna povezanost, kot je podrobneje razloženo spodaj.

(b) Zmanjšanje tveganj

Medtem ko lahko pride do bega vlagateljev pri vseh vrstah skladov, ki omogočajo neskladje v ročnosti strukturi ali likvidnostno neskladje, imajo skladi KNVS značilnosti, ki nakazujejo večjo verjetnost, da bi posamezni vlagatelj v obdobju tržnih napetosti izkoristil „prednost prvega“ (glej oddelek II.1). S pretvorbo v sklade VNVS se bodo zmanjšala specifična tveganja, povezana s skladi KNVS, in omilili učinki kreditnega dogodka. Z modelom VNVS bi se lahko **zmanjšala spodbuda k begu delničarjev**, ko je sklad zabeležil manjšo izgubo. Kot je opisano v oddelku II, lahko celo majhne izgube povzročijo beg iz SDT, kar bi lahko vplivalo tudi na druge SDT. Prednost prvega, ki jo ustvarja uporaba računovodenja po odplačni vrednosti in zaokroževanja neto vrednosti sredstev, bi se lahko zmanjšala s tem, da so delničarji prisiljeni unovčiti naložbo po neto vrednosti sredstev, ki odraža tekoče izgube, s čimer bi se zmanjšal prenos izgub na preostale delničarje.

Z odmikom od računovodenja po odplačni vrednosti in od zaokroževanja bi se vlagateljem zagotovila tudi **preglednost cen**, saj bi to omogočilo nihanje cen delnic tako kot pri vsakem drugem kolektivnem investicijskem skladu in bi lahko med vlagatelji izboljšalo razumevanje tveganj, ki so lastna tem skladom, in razumevanje njihovih razlik v primerjavi z vlogami. S tem bi se torej znižala pričakovanja vlagateljev, da SDT niso občutljivi na izgube, in zmanjšalo potencialno tveganje bega, kadar skladu ne bi uspelo izpolniti teh pričakovanj. Vlagatelji bi z večjo verjetnostjo pričakovali redna nihanja in jih posledično sprejeli, tako kot v primeru drugih investicijskih produktov, ker upad tržnih cen ne bi nujno signaliziral skorajšnje neizpolnitve obveznosti iz naslova vrednostnih papirjev v portfelju ⁽¹⁾. Z VNVS bi se lahko zmanjšala negotovost glede kakovosti sredstev v portfelju, saj bi se to odrazilo v neto vrednosti sredstev.

⁽¹⁾ Poleti 2011 na primer so se pojavila nihanja v vrednosti evropskih SDT z variabilno neto vrednostjo sredstev kot odraz spremenjenih tržnih razmer in povečane volatilitnosti. Kljub tem nihanjem pa je bil učinek na unovčenje naložb majhen, kar kaže, da vlagatelji sprejemajočasne spremembe (tudi negativne) v neto vrednosti sredstev svojega sklada.

SDT, ki investirajo v zelo kratke zapadlosti z manjšim kreditnim in obrestnim tveganjem, bodo manjše tveganje verjetno izkazali z manjšim nihanjem neto vrednosti sredstev. Ker bodo lahko vlagatelji primerjali dnevno nihanje vrednosti v različnih tržnih razmerah, bodo informacije pomagale vlagateljem, da sprejmejo takšne odločitve, ki bolje ustrezajo želenemu razmerju med tveganjem in donosom.

Tudi če bi se lahko zgoraj omenjena prednost prvega zmanjšala, spodbuda k unovčenju naložb pred ostalimi ostaja, čeprav v manjši meri. SDT nima 100-odstotne dnevne likvidnosti, zato bi lahko prišlo do izjemnih primerov, ko vlagatelju ne more biti zagotovljeno unovčenje naložbe. Tako bi lahko v primeru zelo velikega unovčenja vlagatelji še vedno imeli spodbudo, da unovčijo naložbo (tako kot pri katerem koli investicijskem skladu), ker bi lahko nadaljnja unovčenja prisilila sklad, da proda manj likvidna sredstva in potencialno utrpi izgube. K tveganju bega bi lahko prispevale tudi računovodske negotovosti, ki so prav tako prisotne v skladih VNVS.

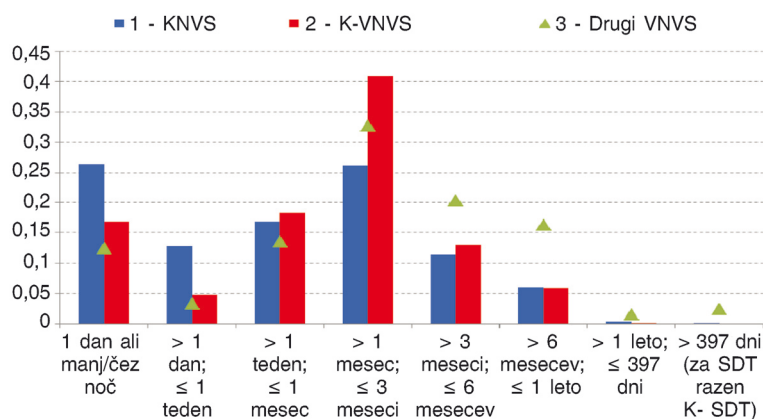
Da bi nadalje omejili takšna tveganja, tudi v zvezi s skladi VNVS, se to priporočilo nanaša na vrednotenje posamičnih instrumentov. Na splošno bi morali SDT zagotoviti, da se sredstva vrednotijo po tekočih tržnih cenah, če so takšne cene na voljo, zanesljive in ažurne. Ker tržne cene niso na voljo ali niso zanesljive, bi morali skladi na splošno vrednotiti vrednostne papirje v svojih portfeljih s pomočjo modelov vrednotenja na podlagi trenutne krivulje donosnosti in pribitka izdajatelja.

Priporočilo ne implicira popolne prepovedi računovodenja po odplačni vrednosti. Toda če se računovodenje po odplačni vrednosti še naprej dovoljuje, morajo veljati močne varovalke, da bi minimizirali tveganje napačnega vrednotenja. Skladno s priporočili IOSCO bi se smelo računovodenje po odplačni vrednosti uporabiti samo tam, kjer to omogoča ustrezen približek cene instrumenta.

Pri uporabi računovodenja po odplačni vrednosti v zvezi s preostalo zapadlostjo instrumenta bi bilo treba postaviti omejitve, saj bi to precej zmanjšalo tveganje odstopanja med ceno na podlagi KNVS in dejansko ceno SDT. Medtem ko IOSCO priporoča največ 90 dni, bi lahko tudi instrumenti s krajšo preostalo zapadlostjo povzročili občutljivost na obrestno in kreditno tveganje. S tega vidika je treba opozoriti, da imajo evropski SDT (predvsem skladi KNVS) v imetju velik delež sredstev s preostalo zapadlostjo manj kot 90 dni (glej **sliko 6**). V ZDA Ameriška komisija za vrednostne papirje in borzo (1977) dovoljuje vrednotenje po odplačni vrednosti v vzajemnih skladih samo v primeru preostale zapadlosti v trajanju 60 dni ali manj, skupaj z dodatnimi varovalkami⁽¹⁾. Tudi če se vse omejitve uporabijo kumulativno, bi torej obstajalo tveganje razširjene uporabe računovodenja po odplačni vrednosti, če upoštevamo maksimum 90 dni. Pri skladu KNVS bi lahko zgolj 0,5-odstotno napačno vrednotenje sredstev povzročilo spodbude k begu, saj bi vlagatelji poskušali unovčiti sredstva po nominalni vrednosti, preden sklad „prebije dno“.

Slika 6

Profil zapadlosti sredstev po vrstah skladov (%)



Vir: Anketa ESRB.

Opomba: Kategorija „1 dan ali manj“ vključuje tudi vloge brez zapadlosti ali vloge brez omejitev v zapadlosti. Zajetje skladov KNVS je 82 % premoženja v upravljanju.

⁽¹⁾ Trenutno pravilo 2a-7 omogoča odstopanje od tega splošnega pravila v primeru SDT, ki smejo uporabiti računovodenje po odplačni vrednosti in zaokroževanje brez te omejitve. Po FSO (2012) bi bilo treba za pretvorbo v VNVS odpraviti to izjemo, SDT pa bi tako morali svoje portfelje vrednotiti na enak način kot vsi drugi vzajemni skladi, vključno z uporabo vrednotenja po odplačni vrednosti samo v primeru preostale zapadlosti v trajanju 60 dni ali manj in druge dodatne pogoje.

Priporočilo B o likvidnostnih zahtevah bo pokrivalo tudi sklade VNVS in naj bi nadalje zmanjšalo tveganje bega. Vseeno je treba priznati, da tveganja bega ni mogoče popolnoma odpraviti, tudi če bi se tveganja najverjetneje zmanjšala, saj SDT ponujajo transformacijo zapadlosti.

Priporočilo A bi prispevalo tudi k odpravi sistemskega tveganja, povezanega z **medsebojno povezanostjo** sponzorjev SDT, saj bi se lahko z nihanji VNVS zmanjšalo zanašanje vlagateljev na implicitno in diskrecijsko podporo sponzorja. Vzrok za to je dejstvo, da so sponzorji skladov VNVS manj stimulirani, da bi posredovali in stabilizirali cene delnic.

IV.2.2 Ocena

(a) Možni učinki

Vse začrtane opcije v zvezi s SDT bi bilo treba temeljito oceniti z vidika njihovega potencialnega učinka na finančno stabilnost in delovanje trga. Opcija, o kateri se v mednarodnem okolju najbolj razpravlja, je obvezen prehod od SDT s konstantno neto vrednostjo sredstev na SDT z variabilno neto vrednostjo sredstev. Glede na mednarodne povezave, ki jih ustvarjajo SDT, bi bila globalna uskladitev regulativnega posega optimalna rešitev. Toda na datum tega poročila ni znano, ali bodo nadaljnje regulativne reforme v bližnji prihodnosti potekale tudi v ZDA (tj. na največjem trgu SDT na svetu). Obenem v Evropi potekajo zakonodajne pobude v zvezi z okvirom KNPVP, ki bi lahko odprle okno priložnosti za uvedbo ukrepov, ki bi nadalje zmanjšali sistemsko tveganja, ki izhajajo iz SDT (glej oddelek I).

Po eni strani bi bile lahko posledice (enostranskega) obveznega prehoda na VNVS v primeru evropskih SDT nepomembne za evropski sektor SDT pod predpostavko, da vlagatelji v SDT s konstantno neto vrednostjo sredstev niso občutljivi na dejansko klasifikacijo sklada in jih bolj zanima osnovno finančno premoženje. Po drugi strani bi lahko prišlo do nenadnega odliva iz evropskih skladov KNVS v druge jurisdikcije ali alternativne produkte. To bi lahko imelo resne posledice za vrednotenje in razpoložljivost kratkoročnega financiranja, ki je na voljo evropskim izposojevalcem, še posebno bankam.

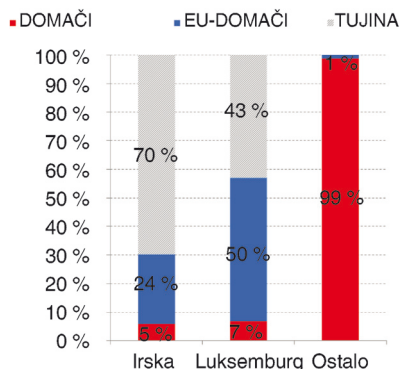
Na okrogli mizi, ki jo je organiziral ESRB z deležniki zasebnega sektorja, so številni predstavniki sektorja zatrjevali, da zmanjšanje povpraševanja med vlagatelji iz EU ne bi bilo verjetno, vendar bi bilo večje med vlagatelji iz držav zunaj EU, zlasti ameriški, ki se jim zdi koncept KNVS še posebno privlačen. Zmanjšanje povpraševanja s strani ameriških vlagateljev bi bilo lahko občutno, če podobne regulativne reforme v ZDA ne bodo izvedene ali predvidene v bližnji prihodnosti. Čeprav je zelo težko oceniti učinek, ki bi ga imel potencialni enostranski prehod na VNVS v Evropi, tudi zaradi negotovosti glede obnašanja vlagateljev, so v oddelku II predstavljeni številni koristni podatki, ki lahko ponudijo vsaj možne odgovore.

Skladi KNVS so precej izpostavljeni do denarnih finančnih institucij zunaj EU (skupaj 161 milijard EUR) v primerjavi z izpostavljenostjo do denarnih finančnih institucij v EU (146 milijard EUR), predvsem zaradi irskih skladov (128 milijard EUR, 47 % vsega premoženja v upravljanju). Čezmejna izpostavljenost irskih skladov KNVS do denarnih finančnih institucij v EU je prav tako velika (75 milijard EUR). V primeru Luksemburga je izpostavljenost do denarnih finančnih institucij v EU (58 milijard EUR) višja kot izpostavljenost do institucij zunaj EU (33 milijard EUR), čeprav je tu zajetje manjše in ti podatki lahko podcenjujejo pravo izpostavljenost. Obvezen prehod na VNVS bi tako potencialno vplival na financiranje evropskih denarnih finančnih institucij, čeprav bi del tega financiranja najverjetneje ostal investiran v evropske denarne finančne institucije, npr. prek direktnega imetja vrednostnih papirjev, ki so jih izdale evropske banke, ali prek bančnih vlog.

Geografska razčlenitev vlagateljev v SDT je precej negotova, kot kažejo razlike med statističnimi podatki ECB in podatki iz *ad-hoc* ankete, ki jo je izvedel ESRB (glej **tabelo 9** v oddelku III.3). Skladi KNVS imajo sedež večinoma na Irskem in v Luksemburgu. V tabeli 9 v oddelku III.3 so informacije o geografski in sektorski razčlenitvi njihovega investitorskega zaledja (glej tudi **sliko 7** in **sliko 8** spodaj).

Slika 7

Geografska razčlenitev vlagateljev v SDT (%)

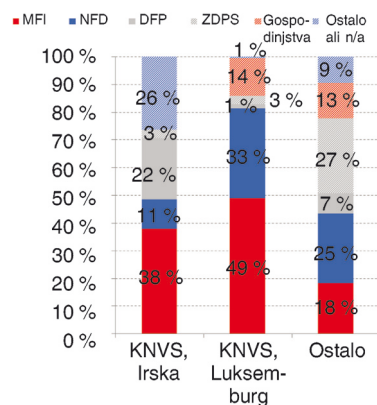


Vir: Anketa ESRB.

Opomba: „Ostalo“ vključuje sklade iz Francije, Nemčije, Italije in Španije. Zajetje je 100 % v anketi ESRB in približno 70 % skupnega premoženja v upravljanju SDT v EU.

Slika 8

Sektorska razčlenitev vlagateljev v SDT (%)



Vir: Anketa ESRB.

Opomba: „Ostalo“ vključuje sklade iz Francije, Nemčije, Italije in Španije ter sklade VNVS iz Irske in Luksemburga. Zajetje je 100 % v anketi ESRB in približno 70 % skupnega premoženja v upravljanju SDT v EU.

Po rezultatih ankete ESRB je delež vlagateljev iz držav zunaj EU v irske SDT predstavljal 70 % (ali 202 milijardi EUR) od skupnih investicij (glej **slika 7**). Po statističnih podatkih ECB, ki zajemajo celotno populacijo SDT, pa so vlagatelji iz držav zunaj euroobmočja predstavljali 82 % (ali 253 milijard EUR). Ni verjetno, da bi vlagatelji iz Združenega kraljestva in drugih držav članic EU zunaj euroobmočja predstavljali samo 51 milijard EUR (razlika med tema dvema številčkama), medtem ko sredstva v GBP na Irskem predstavljajo približno 134 milijard EUR. Čeprav natančne številke niso na voljo, bi lahko podatek iz ankete ESRB (202 milijardi EUR) predstavljal zgornjo mejo intervala, spodnjo mejo pa bi se dalo izpeljati iz statističnih podatkov ECB kot skupni sektor tujina minus skupna sredstva v GBP (tj. 119 milijard EUR, ali 253 milijard EUR minus 134 milijard EUR). Gledano v celoti, bi se lahko delež vlagateljev iz tujine na Irskem gibal nekje med 119 milijardami EUR in 202 milijardami EUR. Glede na anketo ti vlagatelji večinoma vlagajo v sklade KNVS (84 %).

Kar zadeva Luksemburg, je bil namen podatkov iz ankete le delno zajeti investitorsko zaledje SDT, približno 74 % skupnega naloženega denarja. Po teh podatkih tujina (tj. zunaj EU) predstavlja okrog 79 milijard EUR ali 43 % skupnega investitorskega zaledja. Primerljiva številka iz statističnih podatkov ECB, ki pa ne vključuje vlagateljev iz Združenega kraljestva, je 152 milijard EUR ali 61 % skupnega investitorskega zaledja. Če odštejemo sredstva v GBP, ki se nahajajo v Luksemburgu (v protivrednosti okrog 20 milijard EUR), postane razpon med tema dvema številčkama dokaj velik (z 79 milijard EUR na 132 milijard EUR).

Kar zadeva sklade KNVS, so na voljo samo podatki iz ankete ESRB. Po tem viru vlagatelji iz držav zunaj EU predstavljajo 257 milijard EUR ali 62 % skupnega investitorskega zaledja. Toda ta številka je najverjetneje precenjena zaradi negotovosti glede izvora vlagateljev.

Gledano v celoti, po rezultatih ankete ESRB potencialno povpraševanje vlagateljev iz držav zunaj EU znaša 257 milijard EUR (ali 25 % skupnega povpraševanja), ki bi ga lahko pritegnile posebnosti KNVS, žal pa geografska razčlenitev investitorskega zaledja ne omogoča ugotavljanja razreda vlagateljev iz ZDA. Če bi prehod na VNVS sprožil odhod teh vlagateljev, bi to potencialno prizadelo četrtno premoženja v upravljanju evropskih SDT. To bi lahko vplivalo tudi na financiranje denarnih finančnih institucij. Ker pa skladi KNVS investirajo večinoma zunaj EU (glej **tabelo 4** v oddelku III.2), bi bil vpliv na evropske SDT bolj omejen. Poleg tega je verjetno, da je delež vlagateljev iz držav zunaj EU v anketi občutno precejšen. Po podatkih IMMFA je mogoče 10 % ali približno 40 milijard EUR pripisati vlagateljem iz ZDA, zato bi bil neposredni vpliv odhoda teh vlagateljev dokaj majhen.

(b) Prehodna ureditev

Prehodna ureditev na področju obveznega prehoda na VNVS bi bila potrebna iz več razlogov. Prvič, pretvorba KNVS v VNVS bi lahko predstavljala velik operativni izziv tako za upravljavce kot tudi za vlagatelje, saj bi bilo treba IT-sisteme in zaledne obdelave prestrukturirati. Drugič, lahko bi prišlo do večjega unovčenja naložb s strani vlagateljev, ki bi se skušali izogniti morebitnim izgubam, če bi se veljavna KNVS razlikovala od „prave“ VNVS. Zaradi tega je priporočljivo predvideti dovolj dolgo prehodno obdobje za obstoječe SDT, med katerim bi se ohranjala KNVS in omogočile potrebne prilagoditve. Prehodno obdobje za obstoječe sklade KNVS naj bi bilo vsaj dve leti po končni objavi veljavnih pravil. Poleg tega bi morali SDT napovedati prehod na VNVS in previdno pojasniti posledice veliko prej, preden se bo sprememba izvedla. To naj bi dalo dovolj časa tudi vlagateljem, da upoštevajo reforme, ki bi bile v zvezi s SDT izvedene v ZDA, s čimer bi ublažili zaskrbljenost glede izkoriščanja prednosti prvega.

(c) Kapitalske zahteve kot možna alternativa

Razlogi

Če pretvorba v VNVS ni izvedljiva, FSB (november 2012) predlaga alternativno izvajanje zahtev, ki bo imelo enake učinke kot bančna regulacija o skrbnem in varnem poslovanju. Če ne bi bilo nobene evropske zakonodaje, ki bi zahtevala obvezno pretvorbo vseh SDT s konstantno neto vrednostjo sredstev v variabilno neto vrednost, bi se skladno z bančno regulacijo uporabile stroge varovalke, vključno s kapitalskimi zahtevami.

V nadaljevanju je pozornost namenjena kapitalskim zahtevam. Temeljni razlog za formalne kapitalske zahteve je dejstvo, da konceptualno obstajajo vzporednice med skladi KNVS in bančnimi vlogami (ki so zaščitene prek bančnih kapitalskih zahtev). Cilj kapitalskih zahtev, naloženih skladom KNVS, je povečati njihovo sposobnost kritja izgub, ki bi izvirale iz neizpolnitve obveznosti ali iz prodaje finančnega premoženja, da bi ugodili zahtevkom po unovčenju naložb, ki bi ogrozili stabilno vrednost na delnico. S tem bi se lahko ublažilo sistemsko tveganje, povezano s takšnimi skladi, saj bi se zmanjšala prednost prvega in motivacija vlagateljev, da unovčijo naložbe v času pretresov, dokler pričakujejo, da bodo izgube manjše od velikosti kapitalskega blažilnika ⁽¹⁾.

Poleg kapitalskih zahtev bi lahko od SDT s konstantno neto vrednostjo sredstev zahtevali, da zaprosijo za omejeno dovoljenje za opravljanje bančnih storitev (glej Evropski parlament, 2012). S tem bi bilo zagotovljeno, da za sklade KNVS veljajo predpisi o skrbnem in varnem poslovanju – zlasti kar zadeva kapital. Poleg tega bi lahko takšni subjekti na ta način izkoristili prednosti zajamčenih vlog in centralnibančne likvidnosti, tako kot banke.

Možni modeli

Na mednarodni ravni se razpravlja o dveh možnih oblikah izpolnjevanja kapitalskih zahtev: (i) blažilnik NVS, ki bi ga financirali vlagatelji, in (ii) kapitalske zahteve za upravljavca. Oba modela sta podrobneje opisana spodaj.

(i) Blažilnik NVS, ki ga financira trg

Prvo možnost predstavlja blažilnik NVS, kjer bi SDT oblikoval kapitalske rezerve na ravni celotnega sklada z zadržanjem dela prihodkov kot potencialno varovalo pred izgubami. Minimalni blažilnik NVS bi bil lahko določen z zakonodajo in sklad bi lahko prenehal zadrževati prihodke, ko je ta minimalni blažilnik dosežen. Toda ta koncept ima več pomanjkljivosti (glej IOSCO, oktober 2012).

⁽¹⁾ Glej na primer Gordon in Gandia (2012); Squam Lake Group (2011); FSO (2012).

Potreben bi bil čas, da se akumulira dovolj velika rezerva, medtem ko bi bila uporabnost blažilnika, ki se gradi v daljšem časovnem obdobju, omejena v prehodnem obdobju. Manjši blažilnik bi se ustvaril hitreje, vendar bi bila njegova uporabnost omejena. Lahko bi celo dajal napačen vtis, da so izgube vlagateljev bolj zaščitene, kot dejansko so, s čimer bi se lahko povečalo sistemsko tveganje. V sedanjem okolju nizkih obrestnih mer bi bilo zelo težko zgraditi dovolj velik blažilnik.

Z graditvijo blažilnika bi lahko prišlo do prenosa koristi od obstoječih delničarjev, ki prispevajo k vzpostavljanju blažilnika, k prihodnjim delničarjem, ki bi lahko kasneje izkoristili njegove prednosti.

Ker bi se zaradi blažilnika neposredno zmanjšala donosnost, ki jo lahko ponudi sklad, bi lahko investicije v SDT postale manj privlačne in povpraševanje vlagateljev bi upadlo. Skladi bi lahko izstopili s trga, da bi se izognili blažilniku, s čimer bi se zmanjšala velikost sektorja in razpoložljivost pomembnega vira kratkoročnega financiranja za denarne finančne institucije.

Ker bi k blažilnikom prispevali delničarji sklada, upravljavci/sponzorji v njem ne bi imeli finančnega deleža, s čimer bi se lahko zmanjšala njihova spodbuda, da tveganja upravljajo previdno.

(ii) Kapitalske zahteve za garancijo sponzorja/eksplicitnega sponzorja

Druga možnost bi od upravljavcev/sponzorjev SDT zahtevala, da se ti eksplicitno zavežejo finančni podpori, ki je pogostokrat implicitno predpostavljena. S takšno eksplicitno zavezo bi postala (trenutno diskrecijska) podpora, na katero so se SDT v preteklosti pogostokrat zanašali, obvezna in bi sponzorja/upravljavca prisilila, da internalizira s tem povezane stroške. Takšna eksplicitna zaveza ima smisel, ker je eden od virov sistemskega tveganja, povezanega s SDT, diskrecijska narava sponzorske podpore, kot je razloženo v oddelku II.2.

Od upravljavcev SDT oziroma splošneje sponzorjev bi se lahko zahtevalo, da vzpostavijo in financirajo depo, ki bi absorbiral izgube SDT. Kapital bi se hranil zunaj SDT in bi bil v lastniškem imetju sponzorja/garanta in ne bi bil obveznost SDT. Vlagatelji bi prispevali posredno, tj. s povečanjem stroškov/provizij, zaradi česar bi se lahko zmanjšalo povpraševanje vlagateljev. Alternativno bi upravljavec/sponzor dal eksplicitno garancijo pod pogojem, da je upravljavec/sponzor reguliran subjekt, za katerega veljajo kapitalske zahteve skrbnega in varnega poslovanja.

Velikost

Kapitalski blažilnik oziroma kapitalska zahteva bi morala biti dovolj velika, da bi nudila zadostno zaščito pred izgubami in s tem uspešno zmanjšala tveganje bega vlagateljev. V nasprotnem primeru bi bili delničarji stimulirani, da se umaknejo iz sklada, ki mu domnevno grozi tveganje izgube, ki presega kapitalski blažilnik, ali iz sklada, kjer se je pojavila negotovost o sposobnosti garanta, da zagotovi podporo. Kapitalska zahteva za eksplicitno garancijo, ki jo daje sponzor, še posebno v primeru, da bi se model KNVS ohranil, bi morala biti skladna z regulatornim kapitalom, ki ga morajo izpolnjevati banke.

Skupina **Squam Lake Group** (2011) predlaga, da bi se pri določanju velikosti zahtevanega blažilnika upošteval znesek, ki so ga sponzorji v preteklosti prispevali k temu, da bi preprečili, da bi sklad KNVS prebil dno. Na primer v dveh dneh po stečaju banke Lehman Brothers bi bil potreben blažilnik v velikosti najmanj 0,03 USD na delnico, kjer je Reserve Primary Fund poročal o minimalnem tečaju delnice na ravni 97 centov.

FSOC (2012) predlaga blažilnik, prilagojen tveganosti finančnega premoženja sklada: (i) blažilnik ni potreben za gotovino, zakladne vrednostne papirje in zakladne repo transakcije (repo transakcije, zavarovane zgolj z gotovino in zakladnimi vrednostnimi papirji); (ii) 0,75-odstoten blažilnik za drugo dnevno likvidno finančno premoženje (ali za tedensko likvidno premoženje v primeru davčno oproščenih skladov); (iii) 1,00-odstoten blažilnik za drugo finančno premoženje. Blažilnik NVS se vzdržuje poleg finančnega premoženja, ki je potrebno za stabiliziranje tečaja delnic sklada KNVS. FSOC poleg tega omenja, da SDT praviloma investirajo v vrednostne papirje z nizkim tveganjem, vendar izkušnje kažejo, da lahko skladi doživijo izgube, ki presegaajo prej omenjeni 1-odstotni blažilnik NVS. FSOC zato predlaga drugo alternativo, to je blažilnik do 3 % (zopet odvisno od sestave finančnega premoženja). Poleg tega predlog FSOC vključuje tudi idejo o „minimalnem tveganem saldu“, ki predstavlja delež vrednosti računa, ki bi bila na voljo za odplačilo z zakasnitvijo.

IOSCO kot primer uporablja minimum v višini 50 bazičnih točk za blažilnik NVS, katerega namen je kriti razliko med tekočo tržno vrednostjo in nominalno vrednostjo. Toda blažilnik takšne velikosti po učinku funkcionalno ne bi bil enak kapitalskim zahtevam za banke, kot jih nalaga **FSB** (november 2012). Po **kapitalskem okviru Basel III** morajo banke vzdrževati dovolj lastniškega kapitala, da bi izpolnile dve omejitvi: kapitalsko zahtevo na osnovi tveganj in zahtevo glede finančnega vzvoda. Slednje pomeni, da mora biti lastniški kapital na ravni vsaj 3 % aktive banke (glej Baselski odbor za

bančni nadzor 2012, odstavek 153). S konsolidacijo sredstev SDT v bilanco stanja banke garantke torej nastane kapitalna zahteva v višini 3 % neto vrednosti sredstev SDT. Za skladnost z bančno regulacijo o skrbnem in varnem poslovanju bi bilo treba zato razmisliti o kapitalnem blažilniku v višini 3 %. Ta bi moral veljati ne glede na to, ali kapitalno zavezo dajejo banke ali, če bi bilo to dovoljeno, upravljavec ali tretja oseba. Vendar je treba opozoriti, da je 3-odstotni količnik finančnega vzvoda, ki ga predlaga Baselski odbor, odvisen od vzporednega bega vlagateljev za obdobje od januarja 2013 do januarja 2017, zato bi se lahko količnik še spreminjal.

Tveganja

Z možnostjo nalaganja kapitalnih zahtev je povezanih več tveganj. Prvič, zahteva bi lahko imela **precejšnje kapitalne posledice** za upravljavca/sponzorja. Če vzamemo kapitalni okvir Basel III kot izhodišče, bi bilo treba zahtevati vsaj 3 % neto vrednosti sredstev SDT, kot je omenjeno zgoraj. Po ocenah, ki so jih dali nekateri člani ESRB, bi lahko zagotavljanje 3-odstotnega kapitalnega blažilnika na vse finančno premoženje SDT s konstantno neto vrednostjo sredstev, ki se upravlja v okviru bančne skupine, nekatere evropske banke stalo kar pol odstotne točke njihovega navadnega lastniškega kapitala (pod predpostavko, da bi bil takšen kapitalni blažilnik računovodsko premoženje banke sponzorke in bi bil v celoti odštet od lastnega kapitala).

Poleg tega bi se z zahtevanjem eksplicitne zaveze **povečala medsebojna povezanost** v finančnem sistemu (zlasti v bančnem sistemu), še posebno če imajo bolj sistemsko pomembni sponzorji večjo sposobnost financiranja kapitala. Po drugi strani bi lahko kot protiarargument navedli, da bi kapitalne zahteve namesto povečanja medsebojne povezanosti samo transparentno izpostavile povezave, ki že obstajajo zaradi implicitnih podpornih razmerij. To bi vlagateljem v banke in SDT omogočilo, da bolje razumejo tveganja, ki jih nosijo. Toda sektor SDT s konstantno neto vrednostjo sredstev je v Evropi že precej **skoncitriran** (glej oddelek III.4). Izvajanje kapitalnih zahtev za sklade KNVS ali njihove sponzorje bi najverjetneje privedlo do konsolidacije sektorja, s čimer bi se tveganja še bolj skoncentrirala.

Ker je verjetno, da bi vlagatelji prispevali h kapitalnim blažilnikom oziroma kapitalnim zahtevam, vsaj posredno prek povečanih stroškov/provizij, bi lahko posledično prišlo do **zmanjšanja povpraševanja vlagateljev**. Kar zadeva potencialni učinek na financiranje bank, je treba spomniti, da evropski SDT s konstantno neto vrednostjo sredstev zagotavljajo financiranje evropskim denarnim finančnim institucijam v višini okrog 146 milijard EUR.

Čeprav so eksplicitne zaveze zaradi stabilnosti in transparentnosti bolj zaželeni kot implicitne zaveze, se zdi pretvorba skladov KNVS v sklade VNVS namesto eksplicitnih kapitalnih zahtev prva najboljša rešitev. Kapitalni blažilniki niso v skladu s temeljnimi značilnostmi investicijskih skladov, kjer vlagatelji nosijo investicijsko tveganje, poleg tega pa bi se lahko **razlikovanje od bank še bolj zameglilo**.

IV.3 Priporočilo B – likvidnostne zahteve

Komisija naj zagotovi, da ustreza zakonodaja Unije:

- 1. dopolnjuje obstoječe likvidnostne zahteve za SDT z naložitvijo eksplicitnega minimalnega obsega dnevnih in tedenskih likvidnih sredstev, ki jih morajo imeti SDT;**
- 2. okrepi odgovornost upravljavcev skladov glede spremljanja likvidnostnega tveganja;**
- 3. zagotovi, da imajo nacionalni nadzorni organi in upravljavci skladov učinkovita orodja, npr. začasni odlog unovčenja naložb, ki bi omogočala odpravljanje likvidnostnih omejitev v obdobjih pretresov, do katerih bi prišlo zaradi dejavnikov, značilnih za posamezen sklad, ali zaradi splošnih tržnih gibanj.**

IV.3.1 Ekonomski razlogi

(a) Izboljšanje odpornosti SDT

Priporočilo B sledi priporočilom IOSCO glede upravljanja z likvidnostjo. Priporočilo 7 tako navaja, da „bi morali imeti skladi denarnega trga minimalni znesek likvidnih sredstev, da bi okrepi svojo sposobnost soočenja z unovčenjem naložb in preprečili prisilne prodaje“.

V kontekstu EU, kot je razloženo zgoraj (oddelek I.2), je evropski pravni okvir za upravljanje z likvidnostnim tveganjem že zdaj dovolj močan. Med drugimi določbami splošno načelo iz člena 1 direktive KNPVP določa, da mora KNPVP odkupiti enote na zahtevo imetnikov. V primeru SDT smernice CESR/ESMA navajajo, da bi morali SDT vlagateljem zagotoviti dnevno likvidnost in svojo likvidnost upravljati skladno s tem načelom. Smernice CESR/ESMA za SDT določajo tudi omejitve glede tehtane povprečne življenjske dobe in tehtane povprečne zapadlosti, ki omejujejo upravljanje z likvidnostjo in upravljavcem nalagajo, da imajo likvidna sredstva.

Toda v nasprotju z obstoječimi predpisi, zlasti v ZDA, v predpisih EU niso opredeljeni nobeni eksplicitni količniki, kar zadeva minimalni znesek likvidnih sredstev, ki jih morajo imeti SDT. S tega vidika je treba opozoriti, da je Evropski parlament (2012) pozval Komisijo, naj prouči idejo o uvedbi specifičnih likvidnostnih zahtev za SDT z določitvijo minimalnih zahtev za likvidnost čez noč, tedensko likvidnost in mesečno likvidnost ⁽¹⁾.

Likvidna sredstva skladom denarnega trga omogočajo, da odplačajo delničarje in preprečijo prisilno prodajo sredstev z izgubo, s čimer se prepreči tudi učinek okužbe na druge sklade, ki imajo podobne vrednostne papirje. Zato se priporoča, da se v regulativni okvir EU uvede eksplicitni minimalni znesek dnevnih in tedenskih likvidnih sredstev. Glavne prednosti tega dodatka so naslednje:

- (a) izpostavil bo pomen likvidnih sredstev, ki skladom denarnega trga omogočajo, da **izpolnijo potencialno velike zahteve po unovčenju naložb** s strani vlagateljev in da prebrodijo obdobja tržne volatilnosti: te prednosti ilustrirajo izkušnje iz poletja 2011, ko so se bili SDT v ZDA sposobni soočiti s precejšnjim unovčenjem naložb ⁽²⁾;
- (b) zagotovil bo **harmonizirano podlago za likvidnostne prakse** SDT v Evropi in prispeval k zaupanju vlagateljev: kodeks ravnanja IMMFA ter metodologije bonitetnih agencij trenutno določajo različne mejne vrednosti in zahteve na področju upravljanja z likvidnostjo (glej **okvir 1** spodaj), nasprotno pa predpisi v ZDA določajo specifične mejne vrednosti za dnevna in tedenska likvidna sredstva, kot je omenjeno zgoraj;
- (c) zagotovil bo, da SDT **vzdržujejo previden pristop k upravljanju z likvidnostjo v času**: likvidnost SDT se je po finančni krizi leta 2008 in vse večji nenaklonjenosti tveganju v kontekstu državne dolžniške krize v EU in visoke tržne volatilnosti povečala. Ko se tržne razmere stabilizirajo, se pojavi tveganje, da bodo SDT spet zmanjšali znesek likvidnih sredstev, ki jih imajo v svojem portfelju, in iskali instrumente z višjo donosnostjo in daljšim trajanjem, kar bi lahko spodkopalo njihov likvidnostni položaj;
- (d) uvedbo eksplicitnih količnikov je treba razumeti kot del previdnega upravljanja z likvidnostnim tveganjem (kot je na primer opredeljeno v členu 51 direktive KNPVP), pri čemer ostaja družba za upravljanje v celoti odgovorna za upravljanje s svojo likvidnostjo.

Okvir 1

Različni pristopi k likvidnostnim rezervam

IMMFA: Sklad IMMFA mora vzdrževati najmanj 10 % neto sredstev v naložbah, ki zapadejo naslednji delovni dan, in najmanj 20 % neto sredstev v naložbah, ki zapadejo v petih delovnih dnevih. Člani lahko za te namene določijo, kako bo obravnavan državni dolg, s tem da namesto dokončne zapadlosti upoštevajo likvidnost vsake naložbe.

Fitch: Dnevna likvidnost je opredeljena kot: gotovina pri skrbniku z boniteto najmanj „A“ in/ali „F1“ ali enakovredno; repo pogodbe čez noč; delnice SDT s Fitchovo bonitetno oceno „AAAmmf“ ali enakovredno; vrednostni papirji, ki bodo zapadli ali so predmet povpraševanja s strani primerno ocenjenega ponudnika, ki je izvršljivo s strani imetnika zadolžnice in plačljivo v enem delovnem dnevu; neposredne obveznosti, ki so jih izdale države z visoko bonitetno oceno in uživajo močno likvidnost trga, pod pogojem da so takšne obveznosti izdane v osnovni valuti portfelja s preostalo zapadlostjo 397 dni ali manj. Tedenska likvidnost je opredeljena kot vse zgoraj plus vrednostni papirji, ki bodo zapadli ali so predmet povpraševanja s strani primerno ocenjenega ponudnika, ki je izvršljivo s strani imetnika zadolžnice in plačljivo skladu v petih delovnih dnevih, in vrednostni papirji, ki so jih izdale nadnacionalne ali državne agencije z visoko bonitetno oceno in uživajo močno likvidnost trga, njihova preostala zapadlost pa je 95 dni ali manj.

Moody's: Ovrednotenje likvidnosti v agenciji Moody's obsega strukturo ročnosti, kakovost sredstev ter izpostavljenost tveganju velikega nenačrtovanega unovčenja naložb. Moody's ovrednoti, v kolikšni meri je sklad investiran v likvidne vrednostne papirje, zlasti državne dolžniške vrednostne papirje z boniteto Aaa in primerno zapadlostjo, ter v druga likvidna sredstva, kot so vrednostni papirji z zapadlostjo manj kot sedem dni.

SEC: SDT v ZDA morajo imeti najmanj 10 % svojih sredstev v gotovini čez noč in 30 % v sredstvih, ki zapadejo v enem tednu. Dnevna likvidna sredstva so opredeljena kot gotovina, vrednostni papirji zakladnice ZDA in vrednostni

⁽¹⁾ Evropski parlament (2012) je Komisijo tudi pozval, da ob določenem sprožilcu zaračuna likvidnostno provizijo, s čimer prav tako nastane neposredna obveznost poročanja informacij pristojnemu nadzornemu organu in ESMA.

⁽²⁾ Po FSOC (2012) so prvenstveni institucionalni SDT v osmih tednih do 3. avgusta 2011 zabeležili neto odlive v višini 179 milijard USD (16 % sredstev).

papirji, ki jih je mogoče pretvoriti v gotovino v enem dnevu. Tedenska likvidna sredstva so gotovina, vrednostni papirji zakladnice ZDA, agencijski diskontirani zapisi s preostalo zapadlostjo 60 dni ali manj in papirji, ki jih je mogoče pretvoriti v gotovino (prek zapadlosti ali s prodajo) v petih delovnih dneh.

Opomba: Samo izvlečki. Za podrobnosti glej veljavne predpise in metodologije.

Pri določitvi velikosti in sestave rezervnih likvidnih sredstev bi bilo treba upoštevati naslednje elemente:

- (a) Predpisana velikost rezerv in vrsta finančnega premoženja, ki bo veljalo kot primerno, se med sabo **izključujeta**, kot kažejo različne metodologije, ki se trenutno uporabljajo v Evropi, in različni podatki, ki jih v zvezi z imetji likvidnih sredstev poročajo SDT. Višje ko so zahtevane rezerve, težje bo namreč te zahteve izpolniti z visokokakovostnim finančnim premoženjem.
- (b) Treba bi bilo opredeliti tako **dnevna kot tudi tedenska likvidna sredstva**. Dnevna likvidna sredstva so pomembna, saj se lahko zahtevki po unovčenju naložb pojavijo zelo hitro ⁽¹⁾. Tedenska likvidna sredstva krepijo tudi odpornost sklada in njegovo sposobnost, da obvladuje veliko unovčenje naložb, obenem pa širijo obseg primerne finančnega premoženja.
- (c) Da bi se zmanjšala odvisnost sklada od likvidnosti na sekundarnih trgih, bi bilo treba pri opredelitvi likvidnih sredstev (razen gotovine) upoštevati predvsem **preostalo zapadlost**. Posledično bi morali imeti instrumenti, opredeljeni kot dnevna in tedenska likvidna sredstva, preostalo zapadlost en delovni dan oziroma pet delovnih dni. Prednost pristopa, ki temelji na preostali zapadlosti, je v tem, da ni treba delati predpostavk o tržni likvidnosti določenih instrumentov, saj lahko likvidna sredstva v primeru napetosti na trgih postanejo nelikvidna sredstva. Ta opredelitev se razlikuje od opredelitve v ZDA, ki vključuje zakladniške in agencijske vrednostne papirje, kar odraža posebnosti ameriškega trga in velikost trga državnega dolga v ZDA.
- (d) Pri določanju rezerv bi bilo treba upoštevati tveganja, povezana z **morebitno opcijsko zapadlostjo finančnega premoženja**. Te opcije lahko temeljijo na različnih parametrih, vključno s tehnikami na področju izpostavljenosti tveganju nasprotne stranke, kot so predčasno unovčenje (npr. obveznice s predčasnim unovčenjem), preklic (npr. preklicne opcije) in odpoklic (npr. repo tehnike s ponovnim odpoklicem). Takšne značilnosti bi lahko povzročile okužbo in oslabile skupni likvidnostni položaj skladov, zlasti na trgih pod stresom.
- (e) Treba bi bilo upoštevati tudi **druge učinke medsebojne povezanosti**, zlasti znotraj bančnega sektorja, ki bi lahko vplivali na razpoložljivost finančnega premoženja, ki je primerno kot likvidnostna rezerva.

(b) Krepitev upravljanja z likvidnostnim tveganjem

Mejne vrednosti, ki bodo določene, bi morale veljati kot minimum. Posledično bi morali upravljavci prilagajati imetja likvidnih sredstev glede na njihov profil in investitorsko zaledje (vrste vlagateljev, vzorci unovčenja, koncentracija investitorskega zaledja itd.) ter glede na tržne razmere.

Kot del pristopa k upravljanju z likvidnostjo, ki je zanesljiv in temelji na „najboljših praksah“, bi morali upravljavci razviti redno obremenitveno testiranje na podlagi več neugodnih scenarijev (specifičnih za sklad in splošnih na trgu), ki vplivajo na likvidnostni profil, kar je skladno s priporočilom 8 organizacije IOSCO. SDT bi morali imeti pripravljen tudi načrt ravnanja v izrednih razmerah, da bi se lahko soočili s takšnimi stresnimi obdobji.

Kot navaja priporočilo 6 organizacije IOSCO, so delničarji sklada pomembno področje, ki bi ga bilo treba preučiti. To je še posebno relevantno v kontekstu EU, kjer institucionalni vlagatelji, pri katerih bi bila verjetnost bega na splošno večja, predstavljajo večino investitorskega zaledja. Kot je podrobneje opisano zgoraj (glej oddelek III.3), anketa ESRB kaže, da je z investitorskim zaledjem povezana relativna negotovost. Tudi posamični podatki kažejo na vse večjo vlogo platform v Evropi, zaradi česar upravljavci težje „spoznajo svoje delničarje“. Posledice tega trenda bi bilo treba oceniti. Poleg tega bi se lahko od SDT zahtevalo, da pridobijo informacije o svojih ekonomskih lastnikih, kot je predvideno v predlaganih priporočilih glede SDT v ZDA ⁽²⁾.

⁽¹⁾ V primeru Reserve Primary Fund so vlagatelji skušali unovčiti približno 40 milijard USD v dveh dneh, iz prvenstvenih SDT pa je bilo v enem tednu skupno umaknjenih 15 % sredstev.

⁽²⁾ V priporočilu, objavljenem novembra 2012, je predlog o izvajanju dodatnih zahtev „spoznaj svojega vlagatelja“.

(c) Upravljanje z likvidnostjo v obdobjih pretresov

Tudi če imajo upravljalci sklada previden pristop k upravljanju z likvidnostnim tveganjem, lahko pride do primerov, kjer se morajo SDT soočiti z izredno stresnimi razmerami na trgu oziroma z velikim številom zahtevkov po unovčenju naložb zaradi dejavnikov, značilnih za posamezen sklad, ali zaradi splošnih tržnih gibanj. Zaradi tega priporočilo 9 organizacije IOSCO navaja, da „bi morali imeti skladi denarnega trga vzpostavljena orodja, s katerimi bi se spopadli z izjemnimi tržnimi razmerami in znatnimi pritiski na unovčenje naložb“. S takšnimi orodji bi se zmanjšali pritiski na unovčenje naložb in tako preprečili begi ali drugo čredno obnašanje med vlagatelji v določen sklad ali skupino skladov. IOSCO tudi navaja, da „naj bi za preprečitev učinkov okužbe jurisdikcije podelile pristojnost regulatorjem, da zahtevajo uporabo takšnih orodij tam, kjer bi izjemne razmere, s katerimi se sooča en ali več SDT, lahko imele posledice za širši finančni sistem“.

V regulativnem okviru EU direktiva KNPVP in direktiva o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov vključujeta določbe o začasnem odlogu.

- Člen 45(2) **direktive KNPVP** določa, da lahko države članice pristojnim organom dovolijo, da zahtevajo ali omogočijo začasen odlog vstopa, odkupa ali unovčenja enot pod pogojem, da je takšen začasen odlog upravičen z vidika varstva imetnikov enot ali javnosti. Po členu 84(2) lahko sklad začasno odloži odkup ali unovčenje svojih enot v izjemnih okoliščinah, kadar bi to terjale razmere in če je odlog upravičen z vidika interesa imetnikov enot.
- Člen 46(2) **direktive o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov** pravi, da imajo pristojni organi pooblastilo za „zahtevanje v interesu imetnikov enot premoženja ali javnosti, da se izdaja, ponovni odkup ali izplačilo enot premoženja začasno odloži“. Vendar pa na ravni sklada ni nobenih specifičnih določb. Člen 23(1)(h) nadalje zahteva, da alternativni investicijski sklad razkrije upravljanje z likvidnostnim tveganjem, vključno s pravico unovčenja naložb v normalnih in izjemnih okoliščinah.

Ta okvir se razlikuje od obstoječe regulacije v ZDA, kjer mora bit sklad po začasni odložitvi likvidiran⁽¹⁾. Začasna odložitve je najverjetneje najprimernejši odgovor v kontekstu izjemnih okoliščin, kjer se morajo skladi soočiti s precejšnjimi pritiski na unovčenje naložb. Okvir EU bi torej morali spremeniti, da bi razširili možnost začasnega odloga zahtevkov po unovčenju naložb na vse sklade (KNPVP in tiste, ki niso KNPVP), kot je trenutno določeno v direktivi KNPVP⁽²⁾. Kot zakonodaja EU v primeru skladov KNPVP in skladov, ki niso KNPVP, že dovoljuje, lahko začasen odlog unovčenja naložb zahteva tudi pristojni organ v interesu imetnikov enot ali javnosti, kar je skladno s priporočili IOSCO.

Polega začasnega odloga bi lahko razmislili tudi o uvedbi dodatnih izjemnih orodij za upravljanje z likvidnostjo v SDT. Razmere in okoliščine, v katerih bi se lahko ta orodja uporabila, bi bilo treba jasno opredeliti ter oceniti njihove koristi za finančno stabilnost. Tako bi se lahko koristnost ograje (pri čemer skladi omejujejo znesek unovčenja na določen delež v enem dnevu unovčenja) še nadalje ocenila, kot je predvideno v priporočilih IOSCO.

V skladu s priporočili IOSCO bi moralo biti vzpostavljeno ustrezno razkritje vlagateljem glede veljavnih postopkov v stresnih časih. Tako bi morali skladi zagotoviti, da se njihovi vlagatelji zavedajo okoliščin, v katerih bi se lahko takšni postopki (odložitve ali drugo) pojavili. Podrobnosti o izvedbi in pogojih pa ne bi smele biti razkrite, da bi preprečili prednost prvega in možnost preventivnega bega. Javno razkritje veljavnih postopkov v stresnih časih je obravnavano v priporočilu C, odstavku 3, o katerem bo beseda tekla v nadaljevanju.

IV.3.2 Ocena

Kar zadeva uvedbo specifičnih zahtev glede likvidnih sredstev, je posvetovanje, ki ga je IOSCO izvedel spomladi 2012, pokazalo splošno podporo anketirancev uvedbi likvidnostnih rezerv v SDT. Tako so anketiranci izpostavili prednosti novih določb ameriškega pravila 2a-7 za okrepitev odpornosti skladov. V kontekstu EU so anketiranci opozorili na odsotnost harmoniziranega okvira za upravljanje z likvidnostjo v Evropi v primerjavi z ZDA in na splošno podprli pobudo regulatorjev.

Da bi ocenili morebiten vpliv, ki bi ga imela uvedba novih kvantitativnih zahtev na upravljanje z likvidnostjo, bi bilo treba upoštevati sedanjo sestavo portfeljev sklada, saj bi se zaradi rezerv lahko povečala pristranskost v korist najkrajšega financiranja, upravljalci pa bi morali spremeniti razporeditev sredstev. Anketa ESRB kaže, da SDT v EU že imajo precejšen del svojega portfelja v finančnem premoženju, ki zapade v enem dnevu ali v enem tednu, kot je podrobno prikazano v tabeli 6 v oddelku III.2 in na sliki 6. Delež takšnih likvidnih sredstev je večji v skladih KNVS (26 % oziroma

⁽¹⁾ Po novem pravilu 22e-3, ki ga je SEC sprejel leta 2010, lahko uprava SDT, potem ko je uradno obvestila SEC, začasno odloži unovčenje naložb in likvidira sklad, če je ta prebil dno ali je v nevarnosti, da ga prebije.

⁽²⁾ Glej Evropska komisija (2012), oddelek 5, ki obravnava izjemna orodja za upravljanje z likvidnostjo.

11 % premoženja v juniju 2012), ki imajo tudi razmeroma velik odstotek svojega finančnega premoženja v gotovini (skoraj 7 % ob koncu junija). Drugi SDT v EU, ki niso KNVS, prav tako že imajo razmeroma velik delež svojega finančnega premoženja v dnevni in tedenski likvidni sredstvih (približno 17 % in 5 % pri kratkoročnih skladih VNVS ter 12 % in 3 % pri drugih skladih VNVS).

Podatkovni niz ESRB je deloma omejen, ker anketa ne zajema vseh SDT, podatki pa so agregirani za vse sklade, čeprav med skladi najbrž obstajajo določene razlike. Poleg tega anketa ponuja sliko v trenutku, ko je nenaklonjenost tveganju velika. Vseeno so rezultati ankete skladni z drugimi opažanji nadzornikov in bonitetnih agencij ter z odzivom upravljavcev premoženja o tem, kako upravljajo z likvidnostjo.

IV.4 Priporočilo C – javno razkritje

Komisija naj zagotovi, da ustreza zakonodaja Unije:

- 1. od SDT zahteva specifično razkritje, tudi v njihovih tržnih gradivih, ki vlagatelje opozarja na odsotnost kapitalne garancije in možnost izgube glavnice;***
- 2. zahteva, da se SDT v svojem javnem razkritju sklicujejo na možno podporo sponzorja, zmožnost podpore ali zaščite samo, če je takšna podpora ali zaščita trdna zaveza sponzorja, pri čemer mora biti v takem primeru priznana v računovodskih izkazih sponzorja in bonitetnih zahtevah;***
- 3. zahteva, da SDT razkrijejo svoje prakse vrednotenja, zlasti glede uporabe računovodenja po odplačni vrednosti, ter vlagateljem dajo ustrezne informacije o veljavnih postopkih unovčenja naložb v času pretresov.***

IV.4.1 Ekonomski razlogi

SDT se na splošno dojemajo kot zelo „varne“ naložbe z nizkim tveganjem. Takšno dojetje lahko prispeva k tveganju bega vlagateljev, če sklad teh pričakovanj ne izpolni. Namen dodatnega javnega razkritja je zagotoviti, da se vlagatelji jasno zavedajo značilnosti naložbenih produktov SDT, in s tem zmanjšati tveganje. Takšno obvezno razkritje je popolnoma skladno s priporočiloma 13 in 14 organizacije IOSCO, čeprav gre nekoliko dlje, saj zahteva, da se vsakršno javno sklicevanje na podporo sponzorja ali na zmožnost takšne podpore dovoli samo, če to pomeni trdno zavezo s strani sponzorja.

Kot je opisano v oddelku II.2, predpostavka o implicitni in diskrecijski podpori sponzorja prispeva k nestabilnosti sistema. Portfelje sklada in politiko unovčenja naložb bi bilo treba zato oblikovati tako, da ni predvidena nobena podpora sponzorja. V nasprotnem primeru mora predvideno zanašanje na podporo eksplicitno in v celoti internalizirati ponudnik podpore in mora biti podvrženo zakonsko predpisanemu kapitalu, kot je opisano v priporočilu A.

Dokumentacija o produktu bi morala vlagateljem pojasniti postopke glede vrednotenja instrumentov, vključno z informacijami o uporabi računovodenja po odplačni vrednosti, predpostavkami o tej metodi vrednotenja in s tem povezanimi tveganji. Poleg tega bi morali biti vlagatelji seznanjeni s postopki, ki bi se lahko uporabili v primeru precejšnih tržnih napetosti ali velikih pritiskov na unovčenje naložb in bi lahko vplivali na možnost unovčenja naložb s strani vlagateljev (glej tudi priporočilo B, odstavek 3). Informacije o karakteristikah produkta naj bi vlagateljem omogočile, da sprejmejo poučene investicijske odločitve in zmanjšajo napačno izbiro.

IV.4.2 Ocena

Z zadostnimi informacijami o karakteristikah SDT naj bi se zmanjšalo tveganje napačne izbire in bega vlagateljev ter s tem tudi sistemsko tveganje. Z vidika vlagateljev so zadostne informacije nujne tudi za sprejemanje poučenih odločitev. Na agregatni ravni evropski SDT služijo predvsem institucionalnim vlagateljem. Te vrste vlagateljev se najverjetneje že dobro zavedajo tveganj, povezanih s SDT. Takšno zavedanje pa je verjetno precej manjše med malimi vlagatelji, ki v nekaterih državah članicah sestavljajo največje investitorsko zaledje SDT. Njim bi boljše razkritje torej najbolj koristilo. Zadostne informacije bi še posebno malim vlagateljem pomagale razumeti, da SDT niso brez tveganja. Zaradi boljših informacij bi se nekateri vlagatelji morda odločili za alternativno orodje za upravljanje z denarnimi sredstvi namesto SDT. V primeru malih vlagateljev bi bila takšna alternativa najverjetneje tradicionalne bančne vloge, ne pa naložba v drug subjekt bančništva v senci. Zahteva, da se v javnem razkritju sklicuje samo na podporo sponzorja, ki predstavlja njegovo trdno zavezo, bo prispevala k večji transparentnosti medsebojne povezanosti v finančnem sistemu in k zmanjšanju sistemskega tveganja, povezanega z zanašanjem na implicitno in diskrecijsko podporo sponzorja.

Del razkritja, ki se zahteva v tem priporočilu, pokriva že zakonodaja EU (npr. direktiva KNPVP ali smernice CESR/ESMA iz leta 2010), toda določen del razkritja ali dokumentacije bo najbrž treba revidirati, kar bi za SDT predstavljalo dodatne stroške zaradi uskladitve s priporočilom. Nacionalni nadzorni organi s tem predvidoma ne bodo imeli pomembnih stroškov.

IV.5 Priporočilo D – poročanje in izmenjava informacij

1. **Komisija naj zagotovi, da ustrezná zakonodaja Unije:**
 - (a) **zahteva, da SDT ali njegov upravitelj ter sponzor pristojnemu nacionalnemu nadzornemu organu poročata o vsakem primeru podpore sponzorja, ki bi lahko vplivala na ceno SDT, skupaj z izčrpnim opisom narave in velikosti takšne podpore;**
 - (b) **okrepi redno poročanje s strani SDT;**
 - (c) **zagotovi, da pristojni nacionalni nadzorni organi, kjer je relevantno, izmenjajo informacije iz točk (a) in (b) z drugimi nacionalnimi nadzornimi organi iz iste države članice ali iz drugih držav članic, z evropskimi nadzornimi organi, ESCB in ESRB.**
2. **Komisija naj spodbuja razvoj harmoniziranega poročanja in harmoniziranega podatkovnega niza iz odstavka 1(b) ter organizacijo izmenjave informacij iz odstavka 1(c).**

IV.5.1 Ekonomski razlogi

Čeprav skladom denarnega trga z variabilno neto vrednostjo sredstev ni treba ohranjati nominalne vrednosti, potrebe po podpori sponzorja pa niso enake kot pri skladih KNVS, so se prvi menda prav tako soočali z likvidnostnimi omejitvami in s tržno nelikvidnostjo med krizo, zato so se morda prav tako zanašali na podporo s strani svojih upravljavcev ali matičnega podjetja. Toda konkretne informacije o primerih takšne podpore, tako pri skladih denarnega trga KNVS kot pri VNVS, za Evropo niso na voljo, predvsem zato, ker se lahko takšna podpora pojavlja v številnih oblikah in torej ni nujno razvidna v bilanci stanja ali izkazu poslovnega izida ponudnika podpore. V anketi ESRB je bilo tudi vprašanje o podpori sponzorja, vendar so skladi dali samo splošne navedbe, kot na primer „trgovanje“ ali „ni bilo ukrepov“. Gledano v celoti, obvezna uporaba VNVS skupaj s prepovedjo zanašanja na implicitno podporo ne izključujeta uporabe takšne podpore v izjemnih tržnih razmerah v prihodnje.

Da bi pristojni organi lahko spremljali tveganja, povezana s takšno podporo, bi moral SDT ali njegov upravljavec pristojnemu nacionalnemu organu poročati o vsakršnem prihodnjem primeru neposredne ali posredne podpore sponzorja, ne glede na njeno vrsto (vključno z nakupi problematičnih vrednostnih papirjev v portfelju). Ker bi lahko takšna podpora prispevala k povečanju medsebojne povezanosti v finančnem sistemu in k sistemskim tveganjem, bi bilo treba informacije izmenjati tudi z drugimi relevantnimi pristojnimi organi (domaćimi, tujimi ali evropskimi).

Na podlagi izkušenj z obstoječo statistiko SDT in namenskim *ad hoc* zbiranjem podatkov je jasno, da bi se lahko redno zbiranje podatkov o evropskem sektorju SDT še izboljšalo. SDT so zelo pomembni za nemoteno delovanje denarnih trgov v Evropi. Tako nacionalni kot tudi evropski regulativni organi bi zato morali imeti dostop do podrobnih podatkov o teh skladih, da bi prepoznavali trende v njihovi začetni fazi. Tam, kjer nacionalne centralne banke že zbirajo informacije o SDT, bi bilo treba razmisliti o izmenjavi teh informacij z nacionalnimi nadzornimi organi za namene nadziranja skrbnega in varnega poslovanja.

Redno poročanje bi moralo vključevati najmanj dovolj podrobno razčlenitev sredstev in obveznosti SDT, da bi pristojni organi lahko spremljali skladov likvidnostni položaj ter naravo in kakovost osnovnega finančnega premoženja. V primeru, da se še vedno uporablja računovodenje po odplačni vrednosti, bi regulatorji poleg tega morali imeti dostop do rednih informacij o tem, v kolikšni meri se ta praksa vrednotenja uporablja in v katerih primerih. V primeru, da se še naprej uporablja model KNVS, bi moralo redno poročanje vključevati tudi podrobne informacije o skladih KNVS, skupaj z informacijami o njihovi ceni v senci.

Podrobne informacije bi pristojnim organom omogočile, da bolje razumejo gibanja v sektorju SDT in prepoznavajo vire tveganja. Z makrobonitetnega vidika bi morale biti podrobnejše informacije na voljo na ravni agregatnega sektorja SDT ter na ravni posameznih SDT.

IV.5.2 Ocena

Natančno spremljanje sestave vlagateljev in sredstev v SDT, njihovega likvidnostnega položaja, praks vrednotenja in zanašanja na podporo sponzorja je nujno, da bi lahko bolje ugotavljali kopičenje tveganj in povezave med SDT in drugimi deli finančnega sistema. Zaradi tega je to predpogoj za sprejetje kakršnih koli preventivnih ukrepov za odpravo potencialnih sistemskih tveganj. Z zahtevo o rednem poročanju cen v senci se bo povečalo zavedanje upravljavcev SDT, da nacionalni nadzorni organi spremljajo to področje. To naj bi imelo disciplinirajoči učinek glede morebitnega odstopanja cen v senci od neto vrednosti sredstev in glede zanašanja na podporo sponzorja.

Slabosti, ki jih prinaša povečano poročanje, so stroški v zvezi s procesi, ki jih morajo izvajati družbe za upravljanje in pristojni organi za nadzor skrbnega in varnega poslovanja. Nadaljnje delo na področju povečanega poročanja s strani SDT bi torej moralo upoštevati obstoječe poročanje, ki ga morajo SDT že izvajati, in dolžno upoštevati načelo proporcionalnosti, s čimer se bodo zmanjšali s tem povezani stroški. Zbiranje podatkov s strani ECB o bilanci stanja denarnih

finančnih institucij (katerih del so SDT) tako že vključuje podrobne informacije o sredstvih in obveznostih SDT (glej Uredbo ECB/2008/32). Ker pa je bilo to poročanje zamišljeno za namene denarne politike, najbrž ne zajema popolnoma podatkovnih potreb za namene finančne stabilnosti.

IV.6 Nadaljnje ukrepanje

IV.6.1 Časovnica

Komisija mora poročati Evropskemu odboru za sistemska tveganja in Svetu Evropske unije o ukrepih, ki jih je sprejela kot odziv na ta priporočila, ali zadostno utemeljiti neukrepanje skladno s časovnico, opredeljeno v nadaljevanju.

— **Do 30. junija 2013** mora Komisija predložiti ESRB vmesno poročilo s prvo oceno rezultatov prve faze izvajanja teh priporočil.

— **Do 30. junija 2014** mora Komisija predložiti ESRB in Svetu končno poročilo o drugi fazi izvajanja teh priporočil.

IV.6.2 Kriteriji skladnosti s priporočili

Naslednji splošni kriteriji skladnosti veljajo za **priporočila A do D**.

- Cilj priporočil je med drugim primerno in dosledno izvajati relevantna priporočila IOSCO o SDT v Evropi.
- Komisija se lahko v zvezi z izvajanjem priporočil ESRB za nasvet obrne na relevantne evropske nadzorne organe – zlasti na ESMA – in jih lahko za harmonizirano uporabo priporočil prosi, da razvijejo potrebne tehnične standarde, smernice in priporočila (vključno s predlogami za poročanje in razkritje ob dolžnem upoštevanju že obstoječega obveznega poročanja in razkritja).
- Priporočila ESRB so usmerjena na kolektivne investicijske sklade (KIS) s sedežem v EU, ki se ponujajo/prodajajo vlagateljem, pri čemer si prizadevajo ohraniti glavnico, zagotoviti dnevno likvidnost in ciljati donos v skladu z obrestnimi merami denarnega trga. Naslavljajo zlasti sklade, ki so označeni ali se prodajajo kot SDT ali se prodajajo, kot da imajo značilnosti SDT (tj. skušajo ohranjati vrednost kapitala, dnevno unovčenje naložb in obrestne mere denarnega trga), ali sklade, ki se prodajajo na način, ki daje tak vtis (npr. se prodajajo kot gotovinski skladi, likvidni ali likvidnostni skladi ali skladi s kratko zapadlostjo).

Pri **priporočilu A** so opredeljeni naslednji kriteriji skladnosti.

- SDT bi morali uporabljati samo model variabilne neto vrednosti sredstev. Tako bi morale biti zaokroževanje cen delnic na najbližjo enoto prepovedano. Pri obveznem prehodu na model variabilne neto vrednosti sredstev bi bila potrebna prehodna ureditev. Zaradi tega je priporočljivo predvideti dovolj dolgo prehodno obdobje za obstoječe SDT, med katerim bi se lahko še vedno ohranjal model konstantne neto vrednosti sredstev, s čimer bi se omogočile potrebne prilagoditve. Prehodno obdobje za obstoječe sklade s konstantno neto vrednostjo sredstev naj bi bilo vsaj dve leti po končni objavi veljavnih pravil. Poleg tega bi bilo treba prehod na variabilno neto vrednost sredstev previdno napovedati veliko prej, preden se zahteva začne izvajati, s tem da SDT razkrijejo učinke sprememb.
- Priporočilo A ne implicira popolne prepovedi računovodenja po odplačni vrednosti, vendar bi se računovodenje po odplačni vrednosti smelo uporabiti samo tam, kjer to omogoča ustrezen približek cene instrumenta.
- Če bi se računovodenje po odplačni vrednosti še naprej uporabljalo, bi bilo treba uvesti omejitve glede preostale zapadlosti zadevnega instrumenta s ciljem, da se zmanjša tveganje odstopanja med njegovo ceno in odplačno vrednostjo. Pri določanju takšnih omejitev bi bilo treba natančno upoštevati zapadlostni profil finančnega premoženja SDT s sedežem v EU.

Pri **priporočilu B** so opredeljeni naslednji kriteriji skladnosti.

- Pri določitvi velikosti in sestave minimalnih rezervnih likvidnih sredstev bi bilo treba upoštevati naslednje elemente:
 - (a) velikost rezerv, ki bo naložena, in vrsta finančnega premoženja, ki bo veljalo kot primerno, se med sabo izključujeta;
 - (b) treba bi bilo opredeliti minimalni znesek tako dnevnikih kot tudi tedenskih likvidnih sredstev;
 - (c) da bi se zmanjšala odvisnost SDT od likvidnosti na sekundarnih trgih, bi bilo treba pri opredelitvi likvidnih sredstev (razen gotovine) upoštevati predvsem preostalo zapadlost. Posledično bi morali imeti instrumenti, opredeljeni kot dnevna in tedenska likvidna sredstva, preostalo zapadlost en delovni dan oziroma pet delovnih dni;

- (d) pri določanju rezerv bi bilo treba upoštevati tveganja, povezana z morebitno opcijsko zapadlostjo finančnega premoženja. Te opcije lahko temeljijo na različnih parametrih, vključno s tehnikami na področju izpostavljenosti tveganju nasprotne stranke, kot so predčasno unovčenje (npr. obveznice s predčasnim unovčenjem), preklic (npr. preklicne opcije) in odpoklic (npr. repo tehnike s ponovnim odpoklicem);
 - (e) druge učinke medsebojne povezanosti, zlasti znotraj bančnega sektorja, ki bi lahko vplivali na razpoložljivost finančnega premoženja, ki je primerno kot likvidnostna rezerva.
- SDT bi morali prilagoditi svoja imetja minimalnih rezerv likvidnih sredstev glede na svoj profil tveganosti in investitorsko zaledje.
 - Izvajati bi morali redne obremenitvene teste na podlagi različnih neugodnih scenarijev (tako specifičnih za posamezni sklad kot tudi splošnih), ki vplivajo na njihov likvidnostni profil.
 - SDT bi morali imeti pripravljen tudi načrt ravnanja v izrednih razmerah, da bi se lahko soočili s takšnimi stresnimi obdobji.
 - Na voljo morajo imeti potrebna orodja, da bi se lahko spopadli z izjemnimi zahtevami po unovčenju naložb.

Pri **priporočilu C** so opredeljeni naslednji kriteriji skladnosti.

- Informacije o produktih SDT bi morale vlagatelje opozoriti na odsotnost oziroma omejitev kapitalske garancije in možnost izgube glavnice.
- Te informacije bi morale vlagateljem dodatno pojasniti postopke glede vrednotenja instrumentov, vključno z informacijami o uporabi računovodenja po odplačni vrednosti, predpostavkami o tej metodi vrednotenja in s tem povezanimi tveganji.
- Sklicevanje v informacijah SDT na morebitno podporo sponzorja, zmožnost podpore ali zaščite bi moralo biti dovoljeno samo, če je takšna podpora ali zaščita trdna zaveza sponzorja. V tem primeru mora biti priznana v računih sponzorja in bonitetnih zahtevah.
- Vlagatelji bi morali biti seznanjeni s postopki, ki bi se lahko uporabili v primeru precejšnih tržnih napetosti ali velikih pritiskov na unovčenje naložb in bi lahko vplivali na možnost unovčenja naložb s strani vlagateljev.

Pri **priporočilu D** so opredeljeni naslednji kriteriji skladnosti.

- SDT (ali njegov upravljavec) in sponzor bi morala pristojnemu nacionalnemu nadzornemu organu poročati o vsakem primeru podpore sponzorja, ki bi lahko vplivala na ceno SDT, skupaj z opisom narave in velikosti takšne podpore.
- Redno poročanje SDT nadzornim organom ali centralnim bankam bi moralo vključevati najmanj dovolj podrobno razčlenitev sredstev in obveznosti SDT, da bi pristojni organi lahko spremljali skladov likvidnostni položaj ter naravo in kakovost osnovnega finančnega premoženja.
- V primeru, da SDT še naprej uporablja model konstantne neto vrednosti sredstev, bi moralo redno poročanje vključevati tudi ločene podrobne informacije o skladih s konstantno neto vrednostjo sredstev, skupaj z informacijami o njihovi ceni v senci.
- V primeru, da SDT še vedno uporabljajo računovodenje po odplačni vrednosti, bi regulatorji morali imeti dostop do rednih informacij o tem, v kolikšni meri se ta praksa vrednotenja uporablja in v katerih primerih.
- Sprejeti bi bilo treba ukrepe, ki spodbujajo razvoj harmoniziranega poročanja in harmoniziranega podatkovnega niza o SDT, ki bi se lahko uporabil tudi za makrobonitetne namene, ter zajemajo zgoraj navedene točke. Takšni ukrepi bi morali upoštevati obstoječe obveznosti poročanja, ki veljajo za SDT, kot je na primer poročanje denarnih finančnih institucij o bilanci stanja (ECB/2008/32).
- Treba bi bilo zagotoviti, da ni nobenih ovir za izmenjavo prej omenjenih informacij med organi za nadzor skrbnega in varnega poslovanja in centralnimi bankami, bodisi na nacionalni, čezmejni ali evropski ravni.

IV.6.3 Obveščanje o nadaljnjem ukrepanju

V **vmesnem poročilu, ki mora biti pripravljeno do 30. junija 2013**, mora biti vsaj naslednje:

- (a) informacije o zakonodajnih pobudah, ki jih je Komisija začela ali jih načrtuje kot odziv na priporočila;
- (b) informacije o ukrepih, ki jih je Komisija sprejela zaradi zahtev evropskih nadzornih organov kot odziv na priporočila;
- (c) okvirna časovnica o začetku veljavnosti ukrepov, ki jih je Komisija že predlagala ali jih namerava predlagati kot odziv na priporočila;

- (d) ocena kumulativnega učinka ukrepov, ki jih je Komisija že predlagala ali jih namerava predlagati kot odziv na priporočila;
- (e) podrobna utemeljitev vsakršnega neukrepanja ali odmika od teh priporočil.

V **končnem poročilu, ki mora biti pripravljeno do 30. junija 2014**, mora biti vsaj naslednje:

- (a) informacije o poteku zakonodajnega procesa po zakonodajnih pobudah, ki jih je Komisija začela kot odziv na ta priporočila;
 - (b) informacije o izvajanju ukrepov, ki jih je Komisija sprejela zaradi zahtev evropskih nadzornih organov kot odziv na priporočila;
 - (c) okvirna časovnica o začetku veljavnosti ukrepov, ki jih je Komisija predlagala kot odziv na priporočila;
 - (d) ocena kumulativnega učinka ukrepov, ki jih je Komisija predlagala kot odziv na ta priporočila;
 - (e) podrobna utemeljitev vsakršnega neukrepanja ali odmika od teh priporočil.
-

VIRI

- Ansidei, J., Bengtsson, E., Frison, D. in Ward, G. (2012), *Money market funds in Europe and financial stability*, ESRB Occasional Paper, št. 1, junij.
- Baba, N., McCauley, R.N. in Ramaswamy, S. (2009), *US dollar money market funds and non-US banks*, *BIS Quarterly Review*, marec, str. 65–81.
- Basel Committee on Banking Supervision (2010), *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, december 2010 (revidirano junija 2011).
- Brady, S. A. (2012), *The stability of prime money market mutual funds: sponsor support from 2007 to 2011*, Federal Reserve Bank of Boston, Working paper RPA 12-3, 13. avgust.
- Committee of European Securities Regulators (2010), *CESR's guidelines on a common definition of European money market funds*, 19. maj.
- Committee of European Securities Regulators (2007), *CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS*, marec.
- Duygan-Bump, B., Parkinson, P., Rosengren, E., Suarez, G. A. in 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*, še ni objavljeno.
- Evropska centralna banka (2008), *Uredba (ES) št. 25/2009 Evropske centralne banke z dne 19. decembra 2008 o bilanci stanja sektorja denarnih finančnih institucij (preoblikovano) (ECB/2008/32)*, UL L 15, 20.1.2009, str. 14.
- Evropska komisija (2012), *Green paper on shadow banking*, 19. marec.
- Evropska komisija (2012), *Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) – product rules, liquidity management, depository, money market funds, long-term investments*, dokument o posvetovanju, 26. julij.
- Evropski parlament (2012), *Poročilo o bančnem sistemu v senci*, Odbor za ekonomske in monetarne zadeve, 25. oktober.
- European Securities and Market Authority (2012), *Questions and answers – a common definition of European money market funds*, 20. februar.
- European Securities and Market Authority (2012), *Guidelines on ETFs and other UCIT issues – consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements*, 25. julij.
- Financial Stability Board (2012), *Strengthening oversight and regulation of shadow banking – an integrated overview of policy recommendations*, dokument o posvetovanju, 18. november.
- Financial Stability Board (2011), *Shadow banking: scoping the issues*, 12. april.
- Financial Stability Oversight Council (2012), *Proposed recommendations regarding money market mutual fund reform*, november.
- FitchRatings (2012), *European money market funds: trends in MMF portfolios*, november.
- Gordon, J.N. in Gandia, C.M. (2012), *Money market funds run risk: will floating net asset value fix the problem?*, *Columbia Law and Economics Working Paper*, št. 426, 23. september.
- Gorton, G. in Metrick, A. (2010), *Regulating the shadow banking system*, *Brookings Papers on Economic Activity*, jesen.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *Code of practice*.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *A comparison of money market fund ratings*, 19. junij.
- International Organization of Securities Commissions (2012), *Money market fund systemic risk analysis and reform options*, dokument o posvetovanju, 27. april.
- International Organization of Securities Commissions (2012), *Policy recommendations for money market funds*, 9. oktober.
- Kacperczyk, M. in Schnabl, P. (2012), *How safe are money market funds?*, osnutek, april 2012.
- McCabe, P.E. (2010), *The cross section of money market fund risks and financial crises*, Working Paper 2010-51, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, september.

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

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

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

Rosengren, E.S (2012), *Money market mutual funds and financial stability*, opombe na konferenci Federal Reserve Bank of Atlanta o finančnih trgih, 11. april.

Scharfstein, D.S. (2012), *Perspectives on money market mutual fund reforms*, pričevanje pred odborom ameriškega senata za bančništvo, stanovanjske nepremičnine in urbane zadeve, 21. junij.

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

Securities and Exchange Commission (2010), *Money Market Fund Reform*, Investment Company Act Release št. IC-29132, 75 Fed. Reg. 10600, 10062, 4. marec.

Securities and Exchange Commission (1977), *Valuation of debt instruments by money market funds and certain other open-end investment companies*, Investment Company Act Release št. 9786, 42 Fed. Reg. 28999, 7. junij.

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