

I

(Резолюции, препоръки и становища)

ПРЕПОРЪКИ

ЕВРОПЕЙСКИ СЪВЕТ ЗА СИСТЕМЕН РИСК

ПРЕПОРЪКА НА ЕВРОПЕЙСКИЯ СЪВЕТ ЗА СИСТЕМЕН РИСК

от 20 декември 2012 година

относно фондовете на паричния пазар

(ЕССР/2012/1)

(2013/С 146/01)

ГЕНЕРАЛНИЯТ СЪВЕТ НА ЕВРОПЕЙСКИЯ СЪВЕТ ЗА СИСТЕМЕН РИСК,

като взе предвид Регламент (ЕС) № 1092/2010 на Европейския парламент и на Съвета от 24 ноември 2010 г. за пруденциалния надзор върху финансовата система на Европейския съюз на макроравнище и за създаване на Европейски съвет за системен риск⁽¹⁾, и по-специално член 3, параграф 2, букви б), г) и е) и членове 16—18 от него,

като взе предвид Решение ЕССР/2011/1 на Европейския съвет за системен риск от 20 януари 2011 г. за приемане на процедурен правилник на Европейския съвет за системен риск⁽²⁾, и по-специално член 15, параграф 3, буква д) и членове 18—20 от него,

като има предвид, че:

- (1) Въпреки че фондовете на паричния пазар (ФПП) са обект на нормативна уредба, свързана с ценните книжа, те са основен елемент на нерегулираната банкова система, по-специално когато извършват трансформации на матуритет и ликвидност, и поради това могат да породят системен риск.
- (2) Инвеститорите може да възприемат ФПП, и по-специално фондовете с постоянна нетна стойност на активите, които целят да поддържат непроменлива номинална стойност, като сигурна алтернатива на банковите депозити. ФПП обаче нямат пряк достъп до публичната защитна мрежа, като например финансиране от централните банки и гарантиране на депозитите. Поради това съществува риск от объркване с банковите депозити, които се ползват от такава защитна мрежа.
- (3) По правило ФПП не се ползват от договорености за изрична и стабилна подкрепа от техните компании

спонсори, често банки, въпреки че има няколко случая, в които компании спонсори по свое усмотрение са подкрепяли активно ФПП в затруднение *ex post*.

- (4) Икономическите изследвания предоставят данни за това, че дейността и естеството на ФПП ги прави уязвими от дестабилизиращо бягство на инвеститори, което може да се разпространи бързо сред фондовете, засягайки ликвидността и достъпа до краткосрочен кредит, особено за банките. Рискът от бягство на инвеститори може да бъде по-голям за фондовете с постоянна нетна стойност на активите в случаите, когато съществува разбирането, че те няма да успеят да изпълнят очакванията на инвеститорите за обратно изкупуване по номинална стойност.
- (5) Въпреки че ФПП не бяха причината за финансовата криза от 2007 до 2008 г., тяхното поведение по време на финансовите сътресения изведе на преден план потенциала им да разпространят или дори да засилят дадена криза. Опитът от кризата от 2007 до 2008 г. показва, че ФПП може да са уязвими от бягство на инвеститори и може да се нуждаят от подкрепата на компании спонсори, по-специално за да поддържат постоянна нетна стойност на активите си.
- (6) Поради това потенциалните системни рискове, произтичащи от ФПП, са свързани с преимуществото на първия ход на инвеститорите, от значение особено за фондовете с постоянна нетна стойност на активите, имплицитния и дискреционен характер на подкрепата на компании спонсори, и голямата взаимна свързаност между ФПП и останалата част от финансовата система, по-специално банки и парични пазари.
- (7) След оценката на причините за неотдавнашната финансова криза редица национални регулаторни органи и международни организации предупредиха за необходимостта от

(¹) ОВ L 331, 15.12.2010 г., стр. 1.

(²) ОВ С 58, 24.2.2011 г., стр. 4.

структурни реформи на ФПП. На 27 октомври 2011 г. Съветът за финансова стабилност (СФС) публикува набор от първоначални препоръки за засилване на надзора и регулирането на нерегулираната банкова система. По-специално СФС набеляза като въпроси от съществено значение, към които да се подходи, задължителното преминаване към променлива нетна стойност на активите, изисквания за капитал и ликвидност за фондовете с постоянна нетна стойност на активите и други възможни регулаторни подходи.

- (8) По искане на СФС на 9 октомври 2012 г. Международната организация на комисиите за ценни книжа (МОКЦК) издаде препоръки по политиката, целящи намаляване на уязвимостта на ФПП от бягство на инвеститорите. Въпреки че значителна част от тези препоръки на МОКЦК вече са разгледани на равнище Европейски съюз, остават и някои празнини.
- (9) Регулаторните органи от САЩ работиха по преразглеждането на рамката за ФПП. По-специално Комисията по ценните книжа и борсите (SEC) преразгледа своето правило 2а-7. В допълнение към това на 13 ноември 2012 г. Съветът за надзор на финансовата стабилност разпространи за обществена консултация предложение за препоръки относно реформата на взаимните фондове на паричния пазар.
- (10) През май 2010 г. Комитетът на европейските регулатори на ценни книжа публикува насоки относно общо определение на понятието европейски „ФПП“, с цел установяване на нови общи стандарти за справяне със слабостите, набелязани по време на финансовата криза. По-специално насоките наложиха строги стандарти по отношение на качеството и матуритета на портфейлите, управлението на риска и оповестяването на информация. Адресати на тези необвързващи насоки са както ПКИПЦК, така и ФПП, различни от ПКИПЦК, като насоките са въведени на национално равнище от държавите членки.
- (11) Европейската комисия отбеляза намерението си да разработи нови законодателни мерки за целия Съюз, свързани с ПКИПЦК, проучвайки по-специално необходимостта от по-детайлно и хармонизирано регулиране на ФПП ⁽¹⁾.
- (12) В съответствие с Регламент (ЕС) № 1092/2010 Европейският съвет за системен риск (ЕССР) може да отправя до Комисията препоръки също и относно приложимото законодателство на Съюза. Целта на тези препоръки е да предоставят указания в това отношение на Комисията, както и на ЕОЦКП в неговата консултативна и регулаторна роля.
- (13) Макар че бягство на инвеститорите може да се наблюдава при всякакви видове фондове, при които може да има падежно или ликвидно несъответствие, фондовете с постоянна нетна стойност на активите имат особености, от които следва, че в периоди на напрежение на пазара инвеститорите може да търсят преимуществото на първия ход. Преминаването към фондове с променлива нетна

стойност на активите би могло да намали мотивацията за бягство на акционерите, когато фондът претърпи малка загуба, и би могло допълнително да повиши прозрачността на цените. То може също да допринесе за разрешаването на проблема със системния риск, произтичащ от взаимната свързаност между ФПП и компаниите спонсори, и за намаляването на необходимостта от спонсорската подкрепа и на значението ѝ.

- (14) Прилагането по принцип от ФПП на отчитане по справедлива стойност и само в ограничени случаи — прилагането на отчитане по амортизирана стойност, би осигурило на инвеститорите прозрачност на цените, би подобрило информираността на инвеститорите за присъщите на тези ФПП рискове и би разграничило по-ясно ФПП и банковите депозити.
- (15) Ликвидните активи помагат на ФПП да се разплатят с акционерите, които поискат обратно изкупуване, и да предотвратят паническа продажба на активи на загуба. Освен това се предотвратява верижният ефект върху други фондове с подобни наличности от ценни книжа. Съответно ясно определените минимални количества активи, ликвидни в срок от един ден и от една седмица, ще допринесат за това ФПП да могат да посрещат потенциално големи искания от страна на инвеститорите за обратно изкупуване и да преодоляват периоди на нестабилност на пазара. Ефективните инструменти за справяне със затруднения във връзка с ликвидността, като например временно прекратяване на обратните изкупувания, ще подпомогнат ФПП да се справят по време на напрежение.
- (16) Допълнителното публично оповестяване от ФПП на важни характеристики, като например липсата на капиталова гаранция, подкрепа на компании спонсори и практики при оценяване, ще гарантира, че инвеститорите разбират ясно съществуващите рискове.
- (17) По-подробното отчитане от страна на ФПП ще позволи на надзорните органи да разбират по-ясно динамиката в сектора на ФПП и да идентифицират източниците на риск. Поради това редовното отчитане от страна на ФПП следва да се задълбочава, по-специално по отношение на състава на техните активи и пасиви, прилагането на отчитане по амортизирана стойност и спонсорска подкрепа. Компетентните национални надзорни органи следва да споделят съответната информация с другите съответни национални и европейски органи.
- (18) В съответствие със съображение 29 от Регламент (ЕС) № 1092/2010 при изготвянето на настоящата препоръка са взети предвид наблюденията на съответните заинтересовани лица от частния сектор.
- (19) Настоящата препоръка не засяга правомощията на централните банки в Съюза при провеждането на паричната им политика.

⁽¹⁾ Консултация относно Правила за продукти, управление на ликвидността, депозитар, фондове на паричния пазар и дългосрочни инвестиции за ПКИПЦК, 26 юли 2012 г.

(20) Препоръките на ЕССР се публикуват след информиране на Съвета на Европейския съюз за намерението на Генералния съвет да направи това и след предоставяне на възможност на Съвета да реагира,

ПРИЕ НАСТОЯЩАТА ПРЕПОРЪКА:

РАЗДЕЛ 1

ПРЕПОРЪКИ

Препоръка А – Задължително преминаване към променлива нетна стойност на активите

На Комисията се препоръчва да гарантира, че съответното законодателство на Съюза:

1. изисква фондовете на паричния пазар (ФПП) да имат варираща нетна стойност на активите;
2. изисква ФПП по принцип да прилагат оценка по справедлива стойност и да ограничат използването на отчитането по амортизирана стойност до ограничен брой предварително определени случаи.

Препоръка Б – Изисквания за ликвидност

На Комисията се препоръчва да гарантира, че съответното законодателство на Съюза:

1. допълва съществуващите изисквания към ФПП по отношение на ликвидността, като налага ясни минимални количества активи, ликвидни в срок от един ден или една седмица, които ФПП трябва да държат;
2. засилва отговорността на управителите на фондовете за следенето на ликвидния риск;
3. гарантира, че националните надзорни органи и управителите на фондове разполагат с ефективни инструменти, например временно прекратяване на обратните изкупувания, за да се справят със затруднения с ликвидността в моменти на напрежение в резултат от събития, засягащи фонда или пазара.

Препоръка В – Публично оповестяване

На Комисията се препоръчва да гарантира, че съответното законодателство на Съюза:

1. изисква конкретно оповестяване от ФПП, включително в техните маркетингови материали, което да привлече вниманието на инвеститорите към липсата на капиталова гаранция и възможността за загуба по главницата;
2. изисква в своите публични оповестявания ФПП да посочват евентуалната подкрепа на спонсори, капацитета за подкрепа или защита само ако спонсортът е поел твърд ангажимент за такава подкрепа или защита, в който случай това трябва да бъде отразено в сметките на спонсора и в пруденциалните изисквания;

3. изисква от ФПП да оповестяват практиката си при оценяване, особено що се отнася до прилагането на отчитане по амортизирана стойност, както и да предоставят на инвеститорите подходяща информация относно приложимите процедури за обратно изкупуване в периоди на напрежение.

Препоръка Г – Отчитане и обмен на информация

1. На Комисията се препоръчва да гарантира, че съответното законодателство на Съюза:

- а) изисква всички случаи на спонсорска подкрепа, които биха могли да повлияят цената на ФПП, да се докладват от ФПП или неговия управител и от спонсора на компетентния национален надзорен орган и да се представя пълно описание на характера и размера на подкрепата;
- б) засилва редовното отчитане от страна на ФПП;
- в) гарантира, че където това е приложимо, компетентните национални надзорни органи споделят информацията по букви а) и б) с другите национални надзорни органи в същата държава членка или в другите държави членки, европейските надзорни органи, членовете на Европейската система на централните банки и ЕССР.

2. На Комисията се препоръчва да насърчава развитието на хармонизирано отчитане и хармонизиран набор данни, посочен в параграф 1, буква б), и организирането на информационния обмен, посочен в параграф 1, буква в).

РАЗДЕЛ 2

ИЗПЪЛНЕНИЕ

1. Тълкуване

1. За целите на настоящата препоръка се прилагат следните определения:

- а) „кредитна институция“ означава кредитна институция по смисъла на член 4, параграф 1 от Директива 2006/48/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 14 юни 2006 г. относно предприемането и осъществяването на дейност от кредитните институции ⁽¹⁾;
- б) „национален надзорен орган“ означава компетентен или надзорен орган по смисъла на член 1, параграф 3, буква е) от Регламент (ЕС) № 1092/2010;
- в) „фондове на паричния пазар“ означават регулирани и подлежащи на надзор в Съюза предприятия за колективно инвестиране, чиято основна цел е да поддържат главницата на фонда, като същевременно осигуряват възвръщаемост в съответствие с лихвените проценти на паричния пазар чрез инвестиране в инструменти на паричния пазар или в депозити в кредитни институции;

⁽¹⁾ ОВ L 177, 30.6.2006 г., стр. 1.

- г) „фонд с променлива нетна стойност на активите“ означава фонд на паричния пазар, който не цели да поддържа непроменлива номинална стойност и чиято нетна стойност на активите варира поради това. Неговите активи по принцип се оценяват на базата на справедливата стойност;
- д) „фонд с постоянна нетна стойност на активите“ означава фонд на паричния пазар, който цели да поддържа непроменлива номинална стойност. Неговите активи по принцип се оценяват на базата на амортизирана стойност;
- е) „отчитане по амортизирана стойност“ означава подход за отчитане, който взема предвид цената на придобиване на ценната книга и коригира тази стойност за амортизацията на премии или отстъпки до падежа.
2. Приложението представлява неразделна част от настоящата препоръка. В случай на противоречие между основния текст и приложението основният текст има предимство.

2. Критерии за изпълнение

1. По отношение на изпълнението на настоящата препоръка се прилагат следните критерии:
- а) настоящата препоръка обхваща всички ФПП, както са определени;
- б) следва да се избягва регулаторен арбитраж;
- в) следва да се обърне дължимото внимание на принципа на пропорционалност при изпълнението, като се взема предвид целта и съдържанието на всяка препоръка;
- г) особени критерии за изпълнението на настоящата препоръка са посочени в приложението.
2. От Комисията се изисква да съобщи на ЕССР и на Съвета за действията, предприети в отговор на настоящата препоръка, или да предостави подходяща обосновка в случай на бездействие. Докладът следва да съдържа най-малко:
- а) информацията относно същността и срока на предприетите действия, включително действията, предприети спрямо европейските надзорни органи;
- б) оценка на функционирането на предприетите действия от гледна точка на целите на настоящата препоръка;

- в) подробна обосновка за всеки случай на бездействие или на отклонение от настоящата препоръка, включително забавянията.

3. Срокове за последващи действия

1. От Комисията се изисква да докладва на ЕССР и на Съвета за действията, предприети в отговор на настоящите препоръки, или да предостави подходяща обосновка в случай на бездействие, в посочените по-долу срокове:
- а) до 30 юни 2013 г. от Комисията се изисква да предостави на ЕССР междинен доклад, съдържащ първоначалната оценка за изпълнението на настоящите препоръки;
- б) до 30 юни 2014 г. от Комисията се изисква да предостави на ЕССР и на Съвета окончателен доклад за изпълнението на настоящите препоръки.
2. Генералният съвет може да удължи сроковете по параграф 1, когато са необходими законодателни инициативи за изпълнение на една или повече препоръки.

4. Наблюдение и оценка

1. Секретариатът на ЕССР:
- а) подпомага Комисията, включително чрез предоставяне на съответни образци и подробно определяне, когато е необходимо, на модалитетите и срока за последващи действия;
- б) проверява последващите действия на Комисията, включително като я подпомага при поискване, и докладва за последващите действия на Генералния съвет посредством Управителния комитет.
2. Генералният съвет оценява докладваните от Комисията действия и обосновки и когато е уместно, решава дали настоящата препоръка не е била спазена и дали адресатът не е предоставил подходяща обосновка за бездействието си.

Съставено във Франкфурт на Майн на 20 декември 2012 година.

Председател на ЕССР
Mario DRAGHI

ПРИЛОЖЕНИЕ КЪМ ПРЕПОРЪКА НА ЕССР ОТНОСНО ФОНДОВЕТЕ НА ПАРИЧНИЯ ПАЗАР

СЪДЪРЖАНИЕ

	Стр.
СПИСЪК НА СЪКРАЩЕНИЯТА	6
РЕЗЮМЕ	7
ВЪВЕДЕНИЕ	8
I. АКТУАЛНИ РЕГУЛАТОРНИ ИНИЦИАТИВИ	8
I.1 Международни инициативи	8
I.2 Европейски инициативи	9
II. ФПП И ФИНАНСОВАТА СТАБИЛНОСТ	10
II.1 Преимуществото на първия ход	10
II.2 Спонсорска подкрепа	11
II.3 Настоящи икономически условия	12
III. СТРУКТУРА НА СЕКТОРА НА ФПП В ЕВРОПА	12
III.1 Обхват на специалното проучване на ЕССР	12
III.2 Преглед на активите на ФПП	14
III.3 Общ преглед на инвеститорите във ФПП	19
III.4 Концентрация на сектора	21
III.5 Отклонение на CNAV фондовете от паритета	22
IV. ПРЕПОРЪКИ НА ЕССР	23
IV.1 Обхват на препоръките	23
IV.2 Препоръка А – Задължително преминаване към променлива нетна стойност на активите	23
IV.2.1 Икономическа обосновка	23
IV.2.2 Оценка	26
IV.3 Препоръка Б – Изисквания за ликвидност	30
IV.3.1 Икономическа обосновка	30
IV.3.2 Оценка	33
IV.4 Препоръка В – Публично оповестяване	34
IV.4.1 Икономическа обосновка	34
IV.4.2 Оценка	34
IV.5 Препоръка Г – Отчитане и обмен на информация	35
IV.5.1 Икономическа обосновка	35
IV.5.2 Оценка	35
IV.6 Последващи действия	36
IV.6.1 Срокове	36
IV.6.2 Критерии за съответствие	36
IV.6.3 Докладване на последващите действия	37
БИБЛИОГРАФИЯ	39

СПИСЪК НА СЪКРАЩЕНИЯТА

- АИФ:** алтернативен инвестиционен фонд
- б.п.:** базисни пункта
- ДФИ:** други финансови институции
- ЕОЦКП:** Европейски орган за ценни книжа и пазари
- ЕС:** Европейски съюз
- ЕССР:** Европейски съвет за системен риск
- ЕСЦБ:** Европейска система на централните банки
- ЕЦБ:** Европейска централна банка
- ЗППФ:** Застрахователни предприятия и пенсионни фондове
- КЕРЦК:** Комитет на европейските регулатори на ценни книжа
- КФПП:** краткосрочен фонд на паричния пазар
- ЛУАИФ:** лице, управляващо алтернативен инвестиционен фонд
- млн.:** милион
- млрд.:** милиард
- МОКЦК:** Международна организация на комисиите за ценни книжа
- НФП:** нефинансово предприятие
- ПКИПЦК:** предприятие за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа
- ПФИ:** парично-финансова институция
- СФС:** Съвет за финансова стабилност
- ФПП:** фонд на паричния пазар
- CNAV:** постоянна нетна стойност на активите
- EUR:** евро
- FSOC:** Съвет за надзор на финансовата стабилност
- GBP:** британска лира
- ICI:** Investment Company Institute
- IMMFA:** Асоциация на институционалните фондове на паричния пазар
- NAV:** нетна стойност на активите
- SEC:** Комисия по ценните книжа и борсите
- USD:** щатски долар
- VNAV:** променлива нетна стойност на активите
- WAL:** среднопретеглен срок на живот
- WAM:** среднопретеглен матуритет

РЕЗЮМЕ

Това приложение представя информация, на която се основават препоръките на ЕССР, които имат за цел да подпомогнат и направят оценка на приложението в Европа на реформите на Съвета за финансова стабилност (СФС) на нерегулирания банков сектор във връзка с фондовете на паричния пазар (ФПП). ФПП са основен елемент на нерегулирания банков сектор. Подобно на банките те извършват трансформации на матурирет и ликвидност и може да се считат от инвеститорите за сигурна алтернатива на банковите депозити (особено в случая с фондовете с постоянна нетна стойност на активите (CNAV фондове), които целят да поддържат непроменяща се номинална стойност). ФПП обаче, въпреки че са обект на нормативна уредба, свързана с ценните книжа, не са обект на регулаторни изисквания по отношение на банковия сектор и могат в някои случаи да са особено уязвими от дестабилизиращо бягство на инвеститорите. ФПП следователно могат да бъдат източник на значителен системен риск. Друг риск, свързан с ФПП, е имплицитната и дискреционна подкрепа на спонсора. Вероятността за подкрепа може да е по-голяма за CNAV фондовете.

Предприети са различни международни и европейски регулаторни инициативи (като препоръките на МОКЦК от октомври 2012 г. и насоките на КЕРЦК/ЕОЦКП от май 2010 г.) за справяне с рисковете, свързани с ФПП. В допълнение, през септември 2013 г. се очаква СФС да издаде окончателните си препоръки по всички направления, свързани с нерегулирания банков сектор. В САЩ регулаторната рамка за ФПП може да се развие допълнително след публикуването на препоръките на Съвета за надзор на финансовата стабилност (FSOC), предложени за обществена консултация през ноември 2012 г. В Европа се очаква през първото тримесечие на 2013 г. Европейската комисия да публикува законодателно предложение за реформа на рамката за ПКИПЦК и ФПП. Препоръките на ЕССР и придружаващото ги приложение се очаква да съдействат за работата на Комисията в тази важна област.

Характеристики на сектора на ФПП в Европа

За да се направи оценка на възможното въздействие на препоръките на ЕССР, е направен подробен профил на сектора на ФПП в Европа, наред с всичко останало и въз основа на специално за случая събиране на данни. В Европа ФПП управляват приблизително 1 трлн. евро в активи, като три държави (Франция, Ирландия и Люксембург) представляват съвкупен дял от 95 % от всички активи на ФПП. Инвеститорите във френски ФПП са основно местни, докато инвеститорите в ирландски и люксембургски фондове са в много голяма степен нерезиденти. Повечето ФПП в Европа имат разрешение да извършват дейност съгласно регулаторната рамка за ПКИПЦК. Първите пет групи, които управляват ФПП в Европа, представляват 40 % от целия сектор, като четири от тези пет групи са свързани с банки.

ФПП играят важна роля на паричните пазари и се счита, че държат приблизително 25 % от всички краткосрочни дългови ценни книжа, емитирани в еврозоната. Около 75 % от техните експозиции са към ПФИ, които в случая с Ирландия са основно институции извън ЕС. Ирландските и люксембургските фондове държат голям дял от активите си в чуждестранна валута – основно щатски долари и британски лири.

На агрегирана база европейските ФПП се използват основно от институционални инвеститори, въпреки че в някои отделни държави те са обикновено продукт на дребно. Самите ПФИ са важни инвеститори във ФПП – те представляват над 30 % от общата инвеститорска база и проявяват предпочитание към CNAV фондове. Налице е значителна инвеститорска база извън ЕС за европейските ФПП и по-специално за ирландските CNAV фондове. Взаимовръзката между ФПП и останалата част от финансовата система се засилва допълнително чрез връзката с техните спонсори, като често това са банки.

Малко над 40 % от управляваните активи в сектора се инвестират от CNAV фондове. Две трети от европейските CNAV фондове са базирани в Ирландия и една трета – в Люксембург. Обикновено такива фондове са много по-големи, имат по-консервативен профил на риска, по-кратък матурирет, по-високи нива на ликвидност и по-голяма инвеститорска база извън ЕС в сравнение с VNAV фондовете. Във връзка с това следва да се отбележи, че насоките на КЕРЦК/ЕОЦКП от 2010 г. наложиха на ФПП стандарти за допустимите активи, както и за качеството и матурирета им. Според резултатите от събирането на данни, извършено от ЕССР, при около 27 % от участвалите в проучването CNAV фондове са налице отклонения от над 10 б.п. между номиналната стойност и пазарната стойност на техните активи през неотдавнашен петгодишен период, като в никой от случаите фондът респондент не е предоставил данни за спонсорска подкрепа.

Препоръки на ЕССР

Препоръките на ЕССР са подобни на тези на МОКЦК, публикувани през октомври 2012 г. За да се преодолее системен риск, основната цел на работата на МОКЦК е намаляване на уязвимостта на ФПП спрямо риска от бягство на инвеститорите. Като се основават, наред с всичко останало, на резултатите на събирането на данни във връзка с този въпрос, препоръките на ЕССР се допълват от количествен и качествен анализ, за да се разбере дали промяна в бизнес моделите вследствие на реформите би довела до значително свиване на ФПП, особено в период, когато те вече са неблагоприятно засегнати от условията на ниски лихвени проценти. Препоръките обхващат следните четири специфични области:

Задължително преминаване към променлива нетна стойност на активите (VNAV): От ФПП следва да се изисква да имат варираща нетна стойност на активите. По този начин ще се укрепят инвестиционните им характеристики и ще се намалят техните подобни на банкови депозити характеристики. Това изискване ще намали стимула на инвеститорите за бягство, ще засили прозрачността, свързана с цените, и ще намали взаимната свързаност във финансовата система. От ФПП също така се изисква по принцип да прилагат оценка по справедлива стойност, като използването на отчитане по амортизирана стойност следва да се ограничи до редица предварително определени обстоятелства.

Изисквания за ликвидност: Съществуващите изисквания за ликвидност следва да се усъвършенстват чрез налагане на ясно определени минимални количества активи, ликвидни в срок от един ден и от една седмица, които ФПП трябва да държат. Следва да се засили отговорността на управителите на фондове да наблюдават ликвидния риск. Накрая, следва да се въведат ефективни инструменти, например чрез временно прекратяване на обратните изкупувания, за справяне със затрудненията във връзка с ликвидността по време на напрежение в резултат от динамика, свързана с фонда или с пазара като цяло.

Публично оповестяване: Маркетинговият материал на ФПП следва да привлича вниманието на инвеститорите към липсата на капиталова гаранция и възможността за загуба по главницата. Всяка публично оповестена информация, която създава впечатлението за подкрепа на спонсора или възможност за такава подкрепа, следва да бъде забранена, освен ако тази подкрепа не представлява твърд ангажимент, като в този случай това трябва да е отчетено в счетоводните сметки на спонсора и пруденциалните изисквания. И накрая, трябва да бъде включено описание на практиките на оценка и по-специално по отношение на използването на отчитане по амортизирана стойност и възможността за прекратяване на записването и обратното изкупуване, също и в периоди на напрежение.

Отчитане и облен на информация: Всички случаи на подкрепа от страна на спонсора следва да се отчетат пред отговорните национални надзорни органи, които да предадат тази информация на други релевантни национални и европейски органи. Редовното отчитане на ФПП следва да се задълбочава и хармонизира допълнително. Където е необходимо компетентните национални надзорни органи следва да споделят информация с други релевантни органи (местни, чуждестранни или европейски).

ВЪВЕДЕНИЕ

Целта на препоръките на ЕССР и обосноваващият анализ е да се направи оценка от гледна точка на финансовата стабилност на препоръките на МОКЦК от октомври 2012 г. относно фондовете на паричните пазари (ФПП) по отношение на потенциалното им въздействие върху сектора на ФПП в ЕС. За да се предоставят подкрепа и препоръки за създателите на политики в ЕС, настоящото приложение акцентира върху въпроси, свързани с прилагането, които са от най-голямо значение за финансовата стабилност.

Количествените и качествените анализи в настоящото приложение се основават на различни източници на информация, включително академични изследвания, предварително извършена работа от ЕССР във връзка с ФПП, статистически данни на ЕЦБ и данни от специално свързано с въпроса проучване, предприето от ЕССР, за да се събере по-подробна информация освен тази, която се съдържа в публично достъпни източници. ЕССР също така организира кръгла маса с участници на пазара, за да потърси становището на сектора.

Раздел I от приложението прави преглед на актуалните международни и европейски регулаторни инициативи, свързани с ФПП, като по този начин предоставя по-широк контекст на политиката в препоръките на ЕССР. **Раздел II** прави кратък преглед на източниците на системен риск, произтичащ от ФПП, към които е насочена препоръката. С цел да се предостави аналитична подкрепа на препоръките **раздел III** прави преглед на пазарната структура на сектора на ФПП в Европа, като се съсредоточава върху елементите на пазара, които са от особено значение за системния риск. **Раздел IV** разглежда поотделно конкретните препоръки на ЕССР, като във всеки отделен случай представя икономическа обосновка и оценка, както и критерии за съответствие.

I. АКТУАЛНИ РЕГУЛАТОРНИ ИНИЦИАТИВИ

I.1 Международни инициативи

След оценката на причините за неотдавнашната финансова криза редица национални регулаторни органи и международни организации посочиха необходимостта от структурни реформи на ФПП. На срещата на високо равнище в Сеул през ноември 2010 г. ръководителите от G-20 изискаха от **Съвета за финансова стабилност (СФС)** да разработи препоръки за засилване на надзора и регулирането на нерегулираната банкова система. На 27 октомври 2011 г. СФС публикува набор от първоначални препоръки, които бяха подкрепени от G-20 на срещата на високо равнище в Кан. СФС по-специално препоръча регулаторната рамка за ФПП да бъде допълнително усъвършенствана. СФС посочи ФПП с постоянна нетна стойност на активите (CNAV), които целят да поддържат непроменлива номинална стойност, като основен източник на потенциален риск, към който да се подходи чрез насърчаване/изискване за преминаване към променлива нетна стойност на активите (VNAV), като се наложат изисквания за капитал и ликвидност за CNAV ФПП и/или други възможни подходи. СФС също така възложи на Международната организация на комисиите за ценни книжа (МОКЦК) да извърши преглед на потенциалните регулаторни реформи, които биха намалили уязвимостта на ФПП спрямо бягство на инвеститорите и други системни рискове, и да разработи препоръки по политиката.

В резултат на това искане на 9 октомври 2012 г. **МОКЦК** издаде Препоръки по политиката за реформиране на ФПП. В допълнение към препоръките МОКЦК отбеляза в прессъобщение, че независимо от това, че мнозинството от комисарите от Комисията по ценните книжа и борсите (SEC) не е подкрепило публикуването на препоръките на МОКЦК, не е имало други възражения и Съветът на МОКЦК е одобрил доклада.

На 18 ноември 2012 г. СФС публикува редица консултативни документи, един от които представлява интегриран преглед на препоръките по политиката, свързани с нерегулирания банков сектор. В този доклад СФС подкрепя препоръките на МОКЦК като ефективна рамка за засилване на устойчивостта на ФПП спрямо рисковете по всеобхватен начин. СФС също така одобри препоръката, че ФПП със стабилна нетна стойност на активите следва да се преобразуват във ФПП с плаваща (или променлива) нетна стойност на активите, където е приложимо. СФС освен това посочи, че защитните механизми, които се изисква да се въведат за засилване на устойчивостта на ФПП със стабилна нетна стойност на активите спрямо бягство на инвеститори, където такова преобразуване не е приложимо, следва да бъдат функционално равностойни на капиталовите, ликвидните и други пруденциални изисквания за банките, които защитават срещу масово изтегляне на депозити от тях.

СФС обяви, че до септември 2013 г. ще подготви окончателните си препоръки относно нерегулирания банков сектор, включително подробни препоръки от всяко от петте направления (едно от които са ФПП). Въпреки че работата, свързана с ФПП, като цяло е приключена, някои други направления и по-специално тези, които са свързани с взаимодействието на банките с образуванията, принадлежащи към нерегулирания банков сектор, както и с отдаването в заем на ценни книжа и репо сделките, може също да окажат въздействие върху реформите на ФПП.

В **Съединените щати** през 2010 г. бяха приети някои реформи за ФПП. По това време Комисията по ценните книжа и борсите (SEC) отбеляза, че тези реформи представляват първа стъпка. През 2010 г. работната група на президента публикува доклад, в който е набелязан набор от допълнителни варианти на политиките, тъй като не може да се очаква само реформите от 2010 г. да възпрепятстват бягството на инвеститори. Съответно SEC участва в разработването на допълнителни структурни реформи. На 22 август 2012 г. обаче председателят на SEC Мери Шапиро обяви, че мнозинството от комисарите на SEC няма да подкрепят предложението на експертите на тази комисия за реформа на структурата на ФПП.

В резултат на това на 27 септември 2012 г. министърът на финансите на САЩ Тимъти Гайтнър изиска Съветът за надзор на финансовата стабилност (FSOC) да предприеме действия, след като SEC не предприема такива. На 13 ноември 2012 г. FSOC публикува за обществена консултация предложените от него препоръки относно реформата на ФПП. Тези препоръки посочват три варианта, които не са непременно взаимно изключващи се: i) плаваща нетна стойност на активите, ii) стабилна нетна стойност на активите с буфер за нетната стойност на активите (NAV буфер) и „минимален баланс под риск“, както и iii) стабилна нетна стойност на активите с NAV буфер и други мерки. Към датата на това приложение резултатите от обществената консултация не са известни; също така не е ясно дали SEC ще действа в съответствие с препоръките на FSOC, особено с оглед на трудностите, пред които се изправи SEC при първоначалните си опити, както бе отбелязано по-горе.

1.2 Европейски инициативи

През май 2010 г. **Комитетът на европейските регулатори на ценни книжа** (КЕРЦК, предшественикът на Европейския орган за ценни книжа и пазари или ЕОЦКП) публикува насоки за създаване на хармонизирано определение на понятието „ФПП“ в Европа и за установяване на нови общи стандарти за справяне със слабостите, идентифицирани по време на финансовата криза. Насоките въведоха класификация на два вида ФПП: „краткосрочни фондове на паричния пазар“ (КФПП) и „фондове на паричния пазар“ (ФПП) и наложиха строги стандарти по отношение на качеството и матуритета на портфейлите, управлението на риска и оповестяването на информация. Насоките на КЕРЦК/ЕОЦКП влязоха в сила през юли 2011 г. с шестмесечен преходен период за съществуващите фондове и се прилагат както за предприятия за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК), така и за фондове, различни от ПКИПЦК.

Насоките вече отчетат по-голямата част от препоръките на МОКЦК. Например, както е препоръчано от МОКЦК (препоръки 1—3), насоките предвиждат недвусмислено определение на ФПП, строги правила за видовете инструменти, в които ФПП могат да инвестират (включително забраната за капиталова експозиция), граници на остатъчния матуритет на инструментите, както и граници на среднопретегления матуритет (WAM) и среднопретегления срок на живот (WAL) на портфейла. През периода след влизането в сила на насоките, т.е. през последните месеци на 2011 г. значителен брой фондове, първоначално представени като ФПП, бяха преименувани и преместени в други категории фондове.

По отношение на препоръките на МОКЦК относно управлението на ликвидност (препоръки 6—8), съществуващата европейска правна рамка има силна основа. Трябва да се извършват редовни стрес тестове за ликвидност, съгласно Директива 2010/43/ЕС за предприятия за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК) и Директива 2011/61/ЕС относно лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове (ПУАИФ).

Последно, следва да се отбележи, че рамката за ПКИПЦК вече засяга въпроси, свързани с диверсифицирането на риска, неговото ограничаване и допустимостта на активите.

Насоките на КЕРЦК/ЕОЦКП обаче не засягат всички препоръки на МОКЦК, нито всички проблеми, отчетени от МОКЦК като вътрешноприсъщи на ФПП. По-специално, на КФПП все още им е позволено да използват постоянна нетна стойност на активите. Освен това, ФПП могат да използват отчитане по амортизирана стойност, за да оценяват инструменти с граница на остатъчния матуритет, определена на 397 дни, което може също да породи рискове и да намали прозрачността при цените. В допълнение, тъй като подкрепата на спонсора понастоящем не се регулира от наредби и не е обект на изискване за отчетност, регулаторите не разполагат с информация за нея.

За да се допълни европейската регулаторна рамка, **секторът на фондовете** е разработил набор от най-добри практики, както е отразено в Кодекса на практиката на Асоциацията на институционалните фондове на паричните пазари (IMMFA). Съгласно този кодекс CNAV фондовете трябва най-малко на седмична база да наблюдават разликата между публикуваните от тях цени и оценките по пазарна стойност (известна като „неофициална пазарна цена“ (shadow price)). Следва да съществуват процедури за възстановяване, основно чрез вътрешно отчитане, при отклонения от над 10 базисни пункта (б.п.), 20 б.п. и 30 б.п. В случаите когато пазарната стойност е 50 б.п. по-ниска от номиналната, се счита, че фондът е засегнат от „постоянна загуба на стойността“. Всички подобни случаи на падане на нетната стойност на активите под определен праг (breaking the buck) трябва да се докладват на IMMFA.

Накрая, **Комисията** обмисля необходимостта от по-нататъшни реформи на регулирането на ФПП. В своята Зелена книга от 2012 г. относно паралелната банкова система (нерегулираната банкова система) Комисията подчертава ролята на ФПП в тази система. Също така Комисията публикува консултативен документ относно бъдеща рамка за инвестиционните фондове (2012 г.). Един раздел от документа засяга въпроса за CNAV фондовете в сравнение с VNAV фондовете, тяхната оценка, ролята на ФПП по отношение на системния риск и разчитането на кредитни рейтинги. Вероятно през първото тримесечие на 2013 г. Комисията ще представи законодателно предложение относно ФПП. Също така през октомври 2012 г. Комисията по икономически и парични въпроси на **Европейския парламент** прие предложение относно нерегулирания банков сектор, като подкрепи препоръките на МОКЦК и призова за ограничен банков лиценз на CNAV фондовете.

Както е посочено по-долу, секторът на ФПП в Европа има голям международен компонент. Следователно едно от предизвикателствата при различните текущи международни и европейски инициативи е управлението на потенциалния риск, който може да произтече от отклонение в регулаторните инициативи за справяне със системните рискове, произлизащи от ФПП.

II. ФПП И ФИНАНСОВАТА СТАБИЛНОСТ

ФПП са основен елемент на нерегулираната банкова система (СФС, 2011). Те са инвестиционни продукти, обект на нормативна уредба за ценните книжа, но приличат на банките по това, че извършват трансформации на ликвидност и матуритет и инвеститорите могат да ги възприемат, по-специално CNAV фондовете, като сигурна алтернатива на банковите депозити. ФПП обаче могат да държат по-малко ликвидни активи, чийто падеж е много по-късно от обратните изкупувания от страна на инвеститорите, и също така да включват инвестиционни рискове. За разлика от банките ФПП нямат достъп до публичната защитна мрежа – по правило те нямат изричната подкрепа от страна на компаниите спонсори, въпреки че има няколко случая, в които спонсори са подкрепяли активно фондове в затруднение *ex post*.

Широк набор от икономически изследвания, особено по отношение на пазара в САЩ, предоставя данни за това, че дейността и естеството на ФПП ги прави уязвими от дестабилизиращо бягство на инвеститори, което може да се разпространи бързо сред фондовете. Това може допълнително да засегне ликвидността и достъпа до краткосрочен кредит и не на последно място – за банките, за които ФПП са важен източник на финансиране⁽¹⁾. Рискът от бягство на инвеститори се дължи основно на преимуществото на първия ход и несигурността във връзка с имплицитната и дискреционна подкрепа на спонсора.

II.1 Преимуществото на първия ход

Преимуществото на първия ход, въпреки че е характеристика на всички инвестиционни фондове, се счита като цяло, че се отнася главно до **CNAV фондовете**, тъй като те предлагат незабавно обратно изкупуване на закръглена постоянна цена (напр. 1 евро или 1 щатски долар за акция)⁽²⁾. Следователно има риск цената на акциите да не отразява действителната стойност на базисния портфейл на фонда по време на напрежение на пазарите или при опасения, свързани с качеството на базисните активи. Особеност на това преимущество е, че исканията за ранно обратно изкупуване се изплащат по номинална

⁽¹⁾ Вж. също FSOC (2012), стр. 17-28, където има анализ на системния риск и преглед на други академични изследвания, напр. Baba et al. (2009); Duygan-Bump et al. (предстои публикуване); Gordon and Gandia (2012); Gorton and Metrick (2010), стр. 261-297; Kasprczak and Schnabl (2012); McCabe (2010); McCabe et al. (2012); Rosengren (2012); Scharfstein (2012); Squam Lake Group (2011).

⁽²⁾ Вж. Тематични материали на ЕССР (2012); СФС (2011); FSOC (2012); IOSCO (2012); Baba et al. (2009); Gorton and Metrick (2010); McCabe (2010).

стойност, дори когато действителната стойност на активите е потенциално по-ниска. Това води до прехвърляне на загуби към останалите акционери, тъй като инвеститорите, които по-късно търсят обратно изкупуване, поемат непропорционални загуби. Това преимущество на първия ход може да спомогне за дестабилизиращо бягство на инвеститори. Несигурността по отношение на качеството на портфейла от активи може да насърчи бягство дори и ако пазарната стойност реално не се различава от номиналната. Рискът от бягство на инвеститорите се отнася особено до институционални инвеститори, тъй като при тях има силно изразено нежелание за поемане на риск и обикновено реагират по-бързо и по-мощно от инвеститорите на дребно. Като цяло, CNAV характеристиката може да повиши риска от нестабилност, като някои инвеститори очакват обратно изкупуване по номинална стойност, въпреки, че акциите на ФПП са безрисков паричен еквивалент. Тя може съответно да увеличи риска от бягство на инвеститори, когато фондът не изпълни тези очаквания, т.е. когато нетната стойност на активите падне под определен праг.

Въпреки че преимущество на първия ход засяга предимно CNAV фондове, опитът от финансовата криза показва, че инвеститорите във **VNAV фондове** също може да са стимулирани да се освободят от дяловете си ⁽¹⁾. Тъй като ФПП нямат 100 % ликвидност в срок от един ден, наистина има случаи, в които обратното изкупуване от инвеститори не може да се изпълни. Така инвеститорите все още може да са стимулирани бързо да искат обратно изкупуване (както при всеки инвестиционен фонд), тъй като следващите обратни изкупувания може да принудят фонда да продава по-малко ликвидни активи и потенциално да понесе загуби. Стимулът за бягство на инвеститорите може да нарасне поради несигурност, свързана със оценяването, която може да съществува също и при VNAV фондовете.

II.2 Спонсорска подкрепа

Редица изследвания показват, че се оказва подкрепа от трети страни, открито съществуват ФПП ⁽²⁾. За периода 1980–2009 г. Moody's идентифицира над 200 CNAV фонда в САЩ и Европа, които са получили спонсорска подкрепа. Подкрепата достигна максимума си между 2007 г. и 2009 г., когато над 60 фонда (36 фонда в САЩ и 26 в Европа) имаха нужда от помощ, основно поради кредитно неизпълнение/влошаване на кредитното качество и проблеми, свързани с ликвидността. Според Moody's най-малко 20 предприятия, управляващи първостепенни фондове в САЩ и Европа, са извършили разходи от около 12 млрд. щатски долара, за да предпазят стойността на своите CNAV фондове. В допълнение, най-малко две фирми за управление на фондове са разчитали на балансите на дружествата майки и на достъпа до дисконтовия прозорец на Федералния резерв, за да посрещнат обратни изкупувания, а две фирми са консолидирали активите на ФПП в балансите си (вж. също Тематични материали на ЕССР, 2012).

Сривът на Reserve Primary Fund в САЩ показва основния недостатък на това да се разчита на имплицитната и дискреционна подкрепа на спонсора. Нетната стойност на активите на фонда падна под определен праг, т.е. той не беше в състояние да я задържи на ниво от 1 щатски долар след фалита на Lehman Brothers (експозицията към Lehman представляваше 1,2 % от неговата нетна стойност на активите). Загубата незабавно предизвика бягство на инвеститори от фонда, което предизвика бягство на инвеститори от ФПП в САЩ в по-широк мащаб с много големи изтегляния в рамките само на няколко дни. Спонсорът на Reserve Primary Fund в крайна сметка не успя да подкрепи фонда, което може да е предизвикало несигурност във връзка със спонсорската подкрепа като цяло, и засили бягството на инвеститори от сектора на ФПП. Като цяло събитията предизвикаха нарушение във функционирането на пазара на търговски ценни книжа и това принуди властите в САЩ да се намесят, като, наред с други неща, въведоха две ликвидни улеснения и разшириха обхвата на гарантиране на депозитите.

Тези данни показват значението на спонсорската подкрепа в миналото, но същевременно сочат и потенциален недостатък. Съответно, несигурността във връзка с наличието на подкрепа по време на неотдавнашната криза може да е допринесла за бягството на инвеститори. McCabe (2011) и Gordon и Gandia (2012) показват, че капацитетът на спонсора е важен фактор за поведението на инвеститорите. Gordon и Gandia (2012) предоставят данни, че CNAV фондовете, управлявани или спонсорирани от потенциално неустойчиви фирми, са били изправени пред значително по-големи изходящи потоци и по-голям риск от бягство на инвеститори. Също така анализатори и агенции за кредитен рейтинг вземат предвид балансите и финансовата мощ на институциите, които предлагат ФПП. Следователно имплицитният характер на спонсорската подкрепа и зависимостта ѝ от капацитета на спонсора може да предизвикат несигурност сред участниците на пазара, което може да

⁽¹⁾ Вж. Scott (2012), където се цитират данни на ICI, че френските VNAV фондове са загубили около 40 % от активите си за период от три месеца – от юли 2007 г. до септември 2007 г. Тези фондове обаче на са ФПП съгласно френското законодателство, а са представени като „усъвършенствани ФПП“.

⁽²⁾ Вж. Brady (2012) и Moody's (2010). Консултативният доклад на МОКЦК (април 2012 г.) също подробно обяснява констатациите на SEC във връзка със спонсорската подкрепа: през периода от август 2007 г. до 31 декември 2008 г. експертите на SEC определиха, че около 20 % от всички ФПП са получили някаква подкрепа от управляващите паричните им средства, или от свързаните с тях предприятия.

доведе до по-голямата уязвимост на ФПП спрямо бягство на инвеститори. Като цяло, режим, зависещ от имплицитни и дискреционни гаранции от трети страни, може да се счита за нестабилен, тъй като гарантът не отразява в балансите разходите във връзка с имплицитното споразумение (McCabe, 2011).

II.3 Настоящи икономически условия

Сегашните условия на ниски лихвени проценти повдигат въпроси за способността на ФПП да поддържат постоянна нетна стойност на активите си. След като ЕЦБ намали лихвените проценти през юли 2012 г. тези краткосрочни дългови инструменти, в които европейските ФПП усилено инвестират, се сблъскаха с бързо намаляване на възвръщаемостта, която дори достигна отрицателни стойности. Тъй като структурата на CNAV не позволява поемането на загуби, ситуацията принуди управителите на CNAV фондове да прекратят записванията, докато някои фондове решиха да преминат към плаваща нетна стойност на активите, поне индиректно. В някои случаи вместо да се намалява цената на акциите, се намалява броят на притежаваните от инвеститорите акции, което е равностойно на реалните загуби, претърпени от инвеститорите. Един пример – през октомври 2012 г. JPMorgan Chase обяви този начин за справяне със загубите на инвеститорите в двата си големи европейски ФПП (Euro Liquid Fund с 4 млрд. евро в управлявани активи и Government Liquidity Fund с 13 млрд. евро). Беше добавен нов „flex“ клас акции към такива фондове, които ще поддържат наличностите на инвеститорите на стабилно ниво от 1 евро за акция, но ще приспаднат акции от общата сметка, за да покрият оперативни разходи и отрицателни резултати.

III. СТРУКТУРА НА СЕКТОРА НА ФПП В ЕВРОПА

За да се направи оценка на въздействието на финансовата стабилност на ФПП (обсъдена на по-концептуално равнище в предходния раздел) и възможния ефект на препоръките на ЕССР, представени в раздел IV, този раздел представя подробен профил на сектора на ФПП в Европа, направен въз основа на количествен анализ.

Съгласно статистиката на ЕЦБ управляваните активи на европейските ФПП към юни 2012 г. са на стойност приблизително 1 трлн. евро, с намаление спрямо върховата си точка от 1,4 трлн. евро през 2008 г. и близо до равнището от 2011 г. Броят на фондовете също е намалял от над 1 300 през 2011 г. до 1 171 през юни 2012 г. Част от неотдавнашното намаление се извърши под формата на консолидация на сектора вследствие на прилагането на насоките на КЕРЦК/ЕОЦКП, посочени в раздел I.2.

Около 95 % от сектора на ФПП в Европа са концентрирани в три държави: Франция (пазарен дял от 39 % от управляваните активи), Люксембург (31 %) и Ирландия (25 %). По отношение на цялостния сектор на инвестиционните фондове в еврозоната към юни 2012 г. ФПП представляват около 15 % от общите управлявани активи. Най-големият дял е отчетен във Франция – около 38 %. В Ирландия активите на ФПП представляват около 32 %, а в Люксембург – около 11 % от целия пазар на инвестиционните фондове. Управляваните от ФПП в ЕС активи обаче представляват само 2,5 % от всички активи на сектора на ПФИ в еврозоната (без централните банки).

III.1 Обхват на специалното проучване на ЕССР

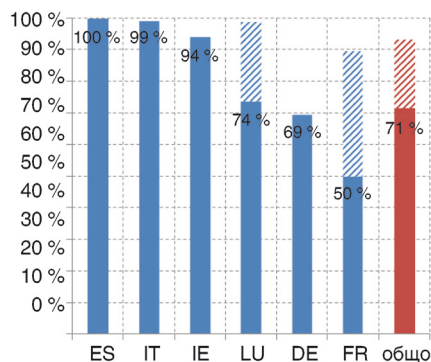
За да събере по-подробна информация от наличната чрез статистическите данни на ЕЦБ, ЕССР проведе специално проучване за ФПП, използвайки също така и данни за отделни фондове. Данните са събрани на базата на полагане на максимални усилия от шест държави (Франция, Германия, Ирландия, Италия, Люксембург и Испания) и се отнасят за края на юни 2012 г. Те предоставят информация за разбивката на баланса по видове фондове, т.е. CNAV, краткосрочни VNAV и други VNAV фондове – разбивка, която не е налична в статистиката на ЕЦБ. Проучването също така включва информация за CNAV фондове, свързана с неофициалната пазарна цена за периода от юни 2007 г. до юни 2012 г.

Проучването на ЕССР обхваща 71 % от управляваните активи в сектора в шестте отчетими държави, както са измерени от статистиката на ЕЦБ.⁽¹⁾ Допълнителна (агрегирана) информация е събрана за още 22 % от сектора в тези държави. Тези данни обхващат само разбивката по видове фондове, управители на фондове и размер на фондовете по отношение на управляваните активи (вж. графика 1). Взети заедно всички данни от проучването обхващат 93 % от сектора на ФПП в шестте държави (или 89 % от сектора на ФПП в ЕС).

⁽¹⁾ Обхватът е малко по-малък за пасивите поради липсата на данни за инвеститорската база за ФПП, базирани в Германия.

Графика 1

Проучване на ЕССР: обхват по държави (%)

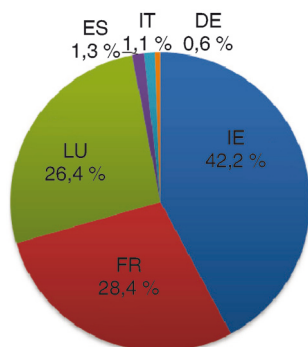


Източник: Проучване на ЕССР, ЕЦБ.

Забележки: Предвиденият обхват по отношение на всички управлявани активи от резидентни ФПП във всяка държава е около 75 %. Областите с ивици се отнасят до частичното отчитане (т.е. само вид на фондовете). Всъщност обхватът е по-голям, когато се вземе предвид определено двойно отчитане (напр. обхватът достига 60 % за Франция, когато се изключват фондове, инвестиращи във фондове, и фондове с главно-захранваща структура).

Графика 2

Състав на извадката (по управлявани активи, %)



Източник: Проучване на ЕССР.

Забележки: Дял само на пълното отчитане.

Проучването показва, че CNAV фондовете представляват около 43 % (или 433 млрд. евро) от всички управлявани активи на европейските ФПП. Около две трети от тези фондове са базирани в Ирландия (272 млрд. евро) и една трета – в Люксембург (161 млрд. евро). ФПП, базирани във Франция, се делят на краткосрочни VNAV и други VNAV фондове (т.е. VNAV фондове без краткосрочните VNAV фондове) – съответно 47 % и 36 %. В Германия, Италия и Испания ФПП са почти изцяло от тип VNAV. По отношение на разграничението CNAV/VNAV следва да се отбележи, че тези данни се основават на самоопределянето на фондовете, участвали в проучването, тъй като няма ясна правна или статистическа дефиниция на CNAV/VNAV; някои фондове имат CNAV и VNAV класове акции.

Що се отнася до броя на фондовете това проучване включва 123 CNAV фонда с дейност в Люксембург и Ирландия, които представляват 13 % от броя на фондовете в шестте държави, обхванати от проучването, и 45 % от управляваните от тях активи (вж. таблица 1). То обхваща също 330 VNAV фонда (от които 124 краткосрочни VNAV) от шестте държави.

Таблица 1

Разбивка на управлявани активи и брой на фондовете по вид и по държава (в млн. евро)

	Франция		Ирландия		Люксембург		Испания		Италия		Германия		Общо в извадката	
	Брой фондове	Управлявани активи	Брой фондове	Управлявани активи	Брой фондове	Управлявани активи	Брой фондове	Управлявани активи	Брой фондове	Управлявани активи	Брой фондове	Управлявани активи	Брой фондове	Управлявани активи
CNAV	0	0	65	272,992	58	160,976	0	0	0	0	0	0	123	433,968
	0,0 %	0,0 %	66,3 %	88,2 %	19,5 %	64,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,8 %	44,4 %
краткоср. VNAV	111	185,800	3	11,701	6	23,409	4	208	0	0	0	0	124	221,118
	25,5 %	47,0 %	3,1 %	3,8 %	2,0 %	9,3 %	5,6 %	2,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,9 %	22,6 %
VNAV	95	141,840	6	8,707	7	19,375	67	8,774	13	7,855	18	4,213	206	190,763
	21,8 %	35,9 %	6,1 %	2,8 %	2,3 %	7,7 %	94,4 %	97,5 %	92,9 %	99,0 %	37,5 %	69,3 %	21,4 %	19,5 %
Други VNAV	229	67,703	24	16,089	228	46,849	0	18	1	79	30	1,864	512	132,603
	52,6 %	17,1 %	24,5 %	5,2 %	76,5 %	18,7 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	53,1 %	13,6 %
ПКИПЦК	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 %
различни от ПКИПЦК	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 %
Няма данни	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 %
Всичко	435	395,343	98	309,471	298	250,610	71	8,999	14	7,934	48	6,077	964	978,434

Източник: Проучване на ЕССР, ЕЦБ.

Забележки: Категорията „Всичко“ се отнася до статистиката на ЕЦБ за балансовите показатели на ФПП и регистъра на ПФИ. Категорията „Други VNAV“ се отнася до фондове, които не са обхванати от проучването. Категорията „Няма данни“ за френските фондове се отнася до схемите за служители, захранващите фондове, фондовете, инвестиращи във фондове, и фондовете, ограничени до един или ограничен брой инвеститори (fonds dédiés), които могат да бъдат както ПКИПЦК, така и различни от ПКИПЦК.

III.2 Преглед на активите на ФПП

По отношение на **икономическите сектори**, статистиката на ЕЦБ за ФПП показва, че фондовете основно инвестират в сектора на ПФИ. Проучването на ЕССР потвърждава това и показва средно експозиция от 75 % към ПФИ. По правило експозициите не се различават между различните видове фондове (вж. таблица 2 и графика 4). Експозициите към корпоративния сектор са сравнително малки (10 %). Статистиката на ЕЦБ също така показва намаляваща роля на дълговите ценни книжа от сектора на нефинансовите предприятия (НФП) в портфейлите с активи на ФПП (вж. графика 3) през последните години. Що се отнася до емитентите, насоките на КЕРЦК/ЕОЦКП поставят ограничения на фондовете по отношение на кредитното качество. Разпределението на активите на европейските ФПП следователно е концентрирано в сравнително малък брой висококачествени банкови и небанкови емисии (вж. FitchRatings, 2012).

Таблица 2

Разпределение на инвестициите по видове фондове и сектори (като % от общите активи)

	ПФИ	НФП	Сектор Държавно управление	Други финансови посредници
1 - CNAV	73,9 %	9,7 %	13,7 %	2,7 %
2 - краткосрочни VNAV	79,7 %	11,2 %	8,4 %	0,7 %

	ПФИ	НФП	Сектор Държавно управление	Други финансови посредници
3 - VNAV (без краткосрочни VNAV)	74,7 %	7,9 %	16,0 %	1,4 %
1 - ПКИПЦК	75,4 %	9,3 %	13,2 %	2,1 %
2 - различни от ПКИПЦК	73,7 %	12,6 %	12,5 %	1,2 %
Всичко от проучването	75,2 %	9,6 %	13,1 %	2,1 %
Всичко от данните на ЕЦБ	75,5 %	6,6 %	11,1 %	6,9 %

Източник: Проучване на ЕССР, ЕЦБ.

Забележки: „Всичко от данните на ЕЦБ“ се отнася само до съответните показатели за еврозоната.

Графика 3

Експозиция на ФПП към НФП в еврозоната (в млн. евро и %)



Източник: ЕЦБ.

Забележки: „Дял на активите в еврозоната от НФП“ означава дялът на активи на ФПП, емитирани от нефинансови предприятия в еврозоната, в активите на ФПП, емитирани от всички резиденти на еврозоната.

Като се има предвид разбивката в таблица 2, ФПП представляват важен източник на финансиране за банките, в сравнение с други сектори. Статистиката на ЕЦБ за емисиите ценни книжа предоставя данни за значимостта на ФПП за краткосрочното финансиране (т.е. с матуритети под една година) на ПФИ от еврозоната. Както е показано в таблица 3, в еврозоната те държат приблизително 40 % от краткосрочния дълг, емитиран от банки.

Таблица 3

Дял от съвкупния краткосрочен дълг на ПФИ от еврозоната, държан от ФПП от еврозоната (в млн. евро и %)

Период	Активи на ФПП	Емитирани ценни книжа	Съотношение
2010Q2	320 802	734 187	43,7 %
2010Q3	314 738	743 246	42,3 %
2010Q4	299 593	572 050	52,4 %
2011Q1	289 694	617 695	46,9 %
2011Q2	245 488	582 244	42,2 %
2011Q3	238 795	613 012	39,0 %

Период	Активи на ФПП	Емитирани ценни книжа	Съотношение
2011Q4	228 310	702 274	32,5 %
2012Q1	258 594	710 553	36,4 %
2012Q2	254 974	677 840	37,6 %

Източник: ЕЦБ.

Също така, докато VNAV фондовете, базирани във Франция, имат значителна експозиция към вътрешния сектор на ПФИ (банки и други ФПП), CNAV фондовете в Ирландия имат значителна експозиция към ПФИ извън ЕС (вж. таблица 4 и графика 4). От друга страна, фондовете, базирани в Люксембург, инвестират повече в ПФИ, базирани в ЕС, извън Люксембург. Накрая, в относително изражение, ФПП в Германия, Италия и Испания инвестират повече в сектор „Местно държавно управление“.

Таблица 4

Избрани разбивки на инвестициите на ФПП по регион/видове фондове и сектори (в млн. евро)

	CNAV фондове, базирани в Ирландия				
	ПФИ	НФП	Държ. управл.	ДФИ	Общо
Местни	12 661	1 531	57	2	14 251
Други от ЕС	75 205	4 644	6 997	808	87 654
Останал свят	127 647	18 440	19 188	6 213	171 488
Всичко	215 513	24 615	26 242	7 023	273 393

	CNAV фондове, базирани в Люксембург				
	ПФИ	НФП	Държ. управл.	ДФИ	Общо
Местни	965	0	446	0	1 411
Други от ЕС	57 262	9 463	6 237	3 631	76 593
Останал свят	32 954	6 101	23 906	735	63 696
Всичко	91 181	15 564	30 589	4 367	141 700

	VNAV фондове, базирани във Франция				
	ПФИ	НФП	Държ. управл.	ДФИ	Общо
Местни	109 905	12 087	4 709	555	127 256
Други от ЕС	53 949	11 218	1 732	50	66 949
Останал свят	3 100	678	0	0	3 778
Всичко	166 954	23 983	6 441	605	197 982

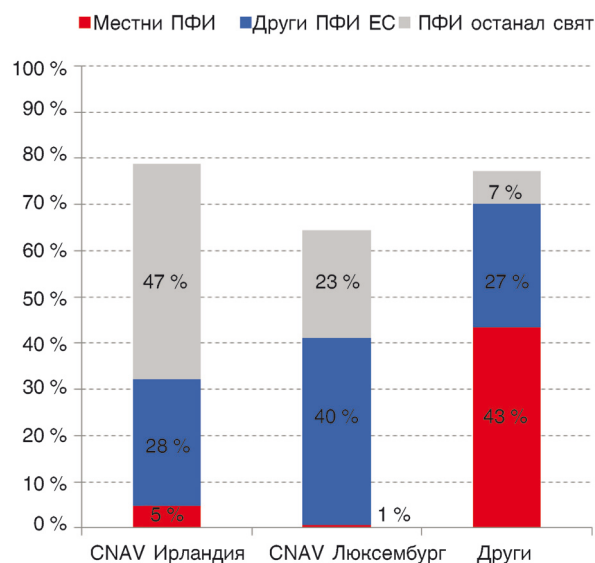
	Фондове, базирани в Германия, Италия и Испания				
	ПФИ	НФП	Държ. управл.	ДФИ	Общо
Местни	6 390	213	10 093	101	16 797
Други от ЕС	1 887	338	1 345	136	3 706
Останал свят	284	54	237	8	583
Всичко	8 561	604	11 675	245	21 086

Източник: Проучване на ЕССР.

Забележки: Общият обхват е 65 % от управляваните активи от ФПП, базирани в шестте отчетни държави.

Графика 4

Дял на инвестициите в ПФИ по географски произход (в %)



Източник: Проучване на ЕССР.

Забележки: „Други“ включва фондове от Франция, Италия, Испания и Германия плюс VNAV фондове от Ирландия и Люксембург. Обхватът е 100 % от проучването на ЕССР и приблизително 70 % от всички управлявани активи на ФПП от ЕС.

Що се отнася до **вида активи**, проучването показва, че инструментите на паричните пазари (напр. търговски ценни книжа, депозитни сертификати) са най-важният клас активи в портфейлите на ФПП (вж. таблица 5). Обратните репо сделки, използвани от ФПП за осигуряване на ликвидност в замяна на обезпечения, възлизат само на 9 % от всички управлявани активи и се извършват почти изцяло с други ПФИ. Обезпечените с активи ценни книжа представляват само малък дял. Делът на „Парични средства“ (т.е. депозити без или с неопределен матуритет) е 6,6 % от активите от извадката; той обаче е по-висок за CNAV фондовете, базирани в Ирландия (11 %), отколкото за други фондове (напр. 2 % за CNAV фондовете, базирани в Люксембург и 2,5 % за краткосрочните VNAV фондове, базирани във Франция).

Таблица 5

Разпределение на инвестициите по видове фондове и активи (в %)

	Парични средства	Инструменти на паричния пазар		Обратни репо сделки		Обезпечени с активи ценни книжа	Държавен дълг	Други инструменти/неразпред.
			от които към ПФИ		от които към ПФИ			
1 - CNAV	7,9 %	58,1 %	48,9 %	11,4 %	11,3 %	1,1 %	13,7 %	7,9 %
2 - краткосрочни VNAV	4,0 %	77,5 %	67,3 %	5,8 %	5,8 %	0,1 %	8,4 %	4,5 %
3 - VNAV (без краткосрочни VNAV)	5,3 %	66,5 %	59,1 %	5,3 %	5,2 %	0,0 %	16,1 %	7,0 %
1 - ПКИПЦК	6,4 %	62,9 %	54,1 %	9,7 %	9,6 %	0,7 %	13,2 %	7,3 %
2 - различни от ПКИПЦК	8,9 %	73,6 %	61,1 %	1,2 %	1,2 %	0,1 %	12,6 %	4,1 %
Всичко	6,6 %	63,7 %	54,7 %	9,0 %	9,0 %	0,7 %	13,1 %	7,0 %

Източник: Проучване на ЕССР.

Забележки: Дял като процент от всички управлявани активи, обхванати от това проучване. Категорията „Парични средства“ включва безсрочни банкови депозити. Депозитите с фиксиран матуритет са включени в категорията „други инструменти“.

Проучването също така включва данни за **матуритета** на активите на ФПП. Изглежда, че CNAV фондовете имат по-консервативен ликвиден профил, тъй като оперират с по-кратки матуритети в сравнение с други фондове. Например около 39 % (133 млрд. евро) от управляваните активи на CNAV фондовете са с падеж до една седмица, в сравнение с 22 % за краткосрочните VNAV фондове на паричните пазари (най-вече във Франция) и 16 % за други VNAV фондове на паричните пазари (вж. таблица 6) ⁽¹⁾.

Таблица 6

Разбивка на активите по видове фондове и матуритетен клас на активите (в %)

	1 ден или по-малко/овърнайт	> 1 ден; ≤ 1 седм.	> 1 седм.; ≤ 1 месец	> 1 месец; ≤ 3 месеца	> 3 месеца; ≤ 6 месеца	> 6 месеца; ≤ 1 година	> 1 година; ≤ 397 дни	> 397 дни (за ФПП разл. от краткоср. ФПП)	Обхват
1 -CNAV	26,3 %	12,7 %	16,9 %	26,1 %	11,5 %	6,1 %	0,3 %	0,0 %	82 %
2 - краткосрочни VNAV	16,9 %	4,8 %	18,3 %	41,0 %	13,0 %	5,9 %	0,0 %	0,0 %	100 %
3- VNAV (без краткоср. VNAV)	12,4 %	3,3 %	13,5 %	32,7 %	20,4 %	16,3 %	1,5 %	2,4 %	99 %
1 -ПКИПЦК	21,9 %	8,8 %	16,7 %	30,5 %	13,4 %	8,2 %	0,5 %	0,6 %	87 %
2 -различни от ПКИПЦК	14,5 %	2,7 %	15,3 %	36,5 %	19,7 %	10,8 %	0,4 %	0,3 %	100 %
Всичко	21,1 %	8,8 %	16,5 %	30,9 %	13,8 %	8,4 %	0,5 %	0,5 %	89 %

Източник: Проучване на ЕССР.

Забележки: Обхватът се отнася до дела на всички управлявани активи (както са посочени в проучването), за които са налични данни за матуритетната разбивка. Категорията „до един ден“ включва и депозити без определен или с неограничен матуритет.

Накрая, статистиката на ЕЦБ предоставя и общ преглед на активите на фондовете по валута. Данните в таблица 7 показват, че най-големият дял активи, държани от ирландски ФПП, е деноминиран в британски лири, а най-големият дял, държан от ФПП, базирани в Люксембург, е деноминиран в щатски долари. Активите, деноминирани във валути, различни от евро, са незначителна част от всички управлявани активи от фондове във Франция, Германия, Италия и Испания. Отделни данни показват, че при ФПП няма значителни валутни несъответствия.

Таблица 7

Разбивка по валути на активите за ФПП, базирани в Ирландия, Люксембург и Франция (в млн. евро и %)

	Валута на деноминация на активите	Дългови ценни книжа на местни ПФИ	Дългови ценни книжа на ПФИ от други държави от еврозоната	Дългови ценни книжа на местни НПФИ	Дългови ценни книжа на НПФИ от други държави от еврозоната	Дългови ценни книжа извън еврозоната	Депозити извън еврозоната	Други активи	Общо по валута	% по валута	
Ирландия	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 %	
	Няма данни ⁽¹⁾								13 945	13 945	4,51 %
	Общо по показател		464	48 816	1 536	10 608	171 911	62 191	13 945	309 471	100,00 %

⁽¹⁾ Процентите се отнасят до всички управлявани активи на фондове, включени в проучването на ЕССР, за които е налична матуритетна разбивка (напр. 81 % от всички управлявани активи за CNAV фондове и 100 % за други категории фондове). Следователно тези проценти може да се променят, ако обхватът се разшири до всички фондове.

	Валута на деноминация на активите	Дългови ценни книжа на местни ПФИ	Дългови ценни книжа на ПФИ от други държави от еврозоната	Дългови ценни книжа на местни НПФИ	Дългови ценни книжа на НПФИ от други държави от еврозоната	Дългови ценни книжа извън еврозоната	Депозити извън еврозоната	Други активи	Общо по валута	% по валута
Люксембург	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 %
	Няма данни ⁽¹⁾							35 022	35 022	13,97 %
	Общо по показател	1 928	34 773	1 407	39 536	91 580	46 364	35 022	250 610	100,00 %
Франция	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 %
	Няма данни ⁽¹⁾							89 757	89 757	22,70 %
	Общо по показател	155 765	46 278	31 833	31 208	39 638	864	89 757	395 343	100,00 %

Източник: ЕЦБ.

⁽¹⁾ Категорията „Няма данни“ се отнася до наличностите на ФПП от i) акции и други капиталови инструменти (като цяло – незначителни), ii) акции в други ФПП и iii) други активи. При Франция компонентът ii) е значителен – около 50 млрд. евро, най-вероятно – деноминиран в евро.

III.3 Общ преглед на инвеститорите във ФПП

Статистиката на ЕЦБ за ФПП предлага широк поглед върху състава на инвеститорите във ФПП, по-специално за еврозоната. Данните от проучването на ЕССР допълват статистиката на ЕЦБ с допълнителна информация за секторната разбивка на инвеститорската база, по-специално за инвеститори извън еврозоната. В таблица 8 е обобщена географската разбивка на инвеститорите във ФПП по регион и видове фондове от двата налични източника.

Що се отнася до **географската разбивка**, базираните във Франция, Италия и Испания фондове имат ясно изразена местна инвеститорска база, а фондовете, базирани в Ирландия и Люксембург, разчитат много повече на външно търсене. Налице са обаче някои несъответствия между двата източника на данни по отношение на географския състав на инвеститорите и по-специално – разграничението между инвеститори от еврозона/ЕС и инвеститори от останалия свят в случая с фондове, базирани в Ирландия и Люксембург (вж. таблица 8). Това може да се дължи на различния обхват и на обективните трудности на управителите на фондове да класифицират региона и сектора по произход на техните инвеститори. Според данните от проучването инвеститорите извън ЕС представляват значителна част от инвеститорската база на ФПП (41 %), което в случая с Ирландия е много повече (70 %). Съответно 90 % инвеститори извън ЕС са избрали да инвестират в CNAV фондове. Накрая, данни за инвеститорската база на германски ФПП са налични само в статистиката на ЕЦБ, което показва, че преобладават местните инвеститори.

Таблица 8

Сравнение на географската разбивка на инвеститорите в европейски ФПП от статистиката на ЕЦБ и проучването на ЕССР (в млн. евро и %)

		МЕСТНИ	ЕВРОЗОНА (без местни)	ЕС (без местни)	Останал свят ⁽¹⁾	Други	Общо (млн. евро)	МЕСТНИ	ЕВРОЗОНА (без местни)	ЕС (без местни)	Останал свят
Франция	Данни на ЕЦБ	368 496	16 718	няма данни	2 676	7 453	395 343	93 %	4 %	няма данни	1 %
	Проучване	193 645	няма данни	2 475	67	няма данни	196 187	99 %	няма данни	1 %	0 %
Ирландия	Данни на ЕЦБ	15 789	36 487	няма данни	252 693	4 502	309 471	5 %	12 %	няма данни	82 %
	Проучване	17 018	няма данни	71 563	202 364	няма данни	290 945	6 %	няма данни	25 %	70 %

		МЕСТНИ	ЕВРОЗОНА (без местни)	ЕС (без местни)	Останал свят ⁽¹⁾	Други	Общо (млн. евро)	МЕСТНИ	ЕВРОЗОНА (без местни)	ЕС (без местни)	Останал свят
Люксембург	Данни на ЕЦБ	10 172	81 766	няма данни	152 159	6 513	250 610	4 %	33 %	няма данни	61 %
	Проучване	12 493	няма данни	92 651	79 340	няма данни	184 485	7 %	няма данни	50 %	43 %
Италия	Данни на ЕЦБ	7 820	12	няма данни	22	80	7 934	99 %	0 %	няма данни	0 %
	Проучване	7 820	няма данни	15	20	няма данни	7 854	100 %	няма данни	0 %	0 %
Испания	Данни на ЕЦБ	8 860	72	няма данни	28	39	8 999	98 %	1 %	няма данни	0 %
	Проучване	8 881	няма данни	100	0	няма данни	8 981	99 %	няма данни	1 %	0 %
Германия	Данни на ЕЦБ	4 120	1 547	няма данни	384	26	6 077	68 %	25 %	няма данни	6 %
	Проучване	няма данни	няма данни	няма данни	няма данни	няма данни	няма данни	няма данни	няма данни	няма данни	няма данни
Всичко	Данни на ЕЦБ	435 941	137 229	няма данни	408 653	18 736	1 000 559	44 %	14 %	няма данни	41 %
	Проучване	239 857	няма данни	166 804	281 791		688 452	35 %	няма данни	24 %	41 %

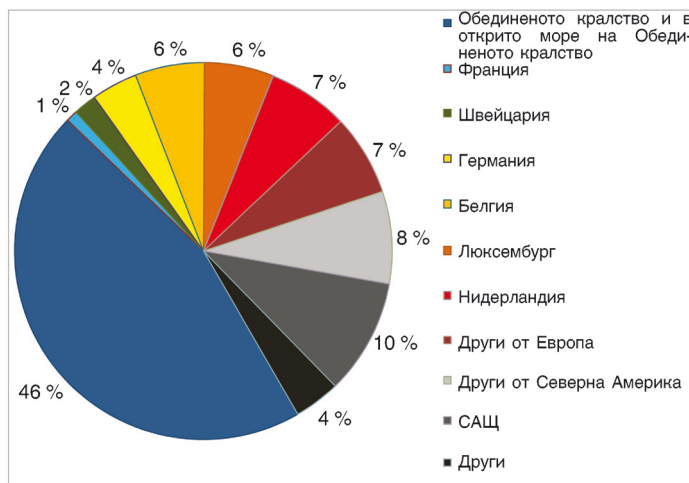
Източник: Проучване на ЕССР, ЕЦБ.

(1) Съответства на резиденти извън ЕС за проучването на ЕССР и резиденти извън еврозоната за масива от данни на ЕЦБ.

Несигурността, свързана с данните за инвеститорската база, се илюстрира допълнително с данните на Асоциацията на институционалните фондове на паричния пазар (IMMFA), които сочат за CNAV фондовете от ЕС много по-малък дял на инвеститори, базирани извън ЕС (вж. графика 5).

Графика 5

Инвеститори във ФПП от IMMFA по държава (декември 2010 г.)



Източник: IMMFA (спомената в Тематичните материали на ЕССР, 2012 г.).

Ако се разгледа **секторната разбивка** на инвеститорската база на ФПП от ЕС (вж. таблица 9), проучването показва значимостта на сектора на ПФИ като инвеститор (32 % от инвеститорската база). Втори е корпоративният сектор с дял от 21 %, следван от сектора на застрахователните предприятия и пенсионните фондове с 13 % и други финансови институции (ДФИ, т.е. други инвестиционни фондове, хедж фондове) с 12 %. ФПП следователно не са само важен източник на финансиране за банките, а самите банки също така са важни инвеститори във ФПП.

Таблица 9

Инвеститорска база за избрани категории фондове (в млн. евро и %)

Видове фондове	Отчитащи държави	ОБЩО (млн. евро)	ПФИ	НФП	ДФИ	ЗППФ	Домакинства	Други или няма данни	Обхват (1)	Коригиран обхват
1 -CNAV	Ирландия	272 962	37,8 %	10,7 %	22,0 %	3,2 %	0,1 %	26,3 %	100,0 %	73,7 %
	Люксембург	141 700	48,8 %	32,5 %	1,5 %	3,1 %	13,5 %	0,6 %	88,0 %	87,5 %
2 - краткосрочни VNAV	Франция	103 389	14,7 %	22,4 %	1,1 %	50,7 %	5,1 %	6,0 %	55,6 %	49,7 %
	Други държави	35 598	21,5 %	11,2 %	31,9 %	24,7 %	1,1 %	9,5 %	100,0 %	90,5 %
3- VNAV (без краткоср. VNAV)	Франция	92 798	25,5 %	44,0 %	5,7 %	10,0 %	5,7 %	9,1 %	65,4 %	56,3 %
	Други държави	44 710	8,7 %	3,0 %	5,5 %	10,2 %	55,0 %	17,5 %	100,0 %	82,5 %
1 - ПКИПЦК	Всички държави	636 383	34,4 %	20,2 %	12,7 %	10,6 %	7,1 %	15,0 %	99,4 %	84,4 %
2 - различни от ПКИПЦК	Всички държави	54 774	7,4 %	29,1 %	2,3 %	37,8 %	17,6 %	5,8 %	97,6 %	91,8 %
Общо	Всички държави	691 157	32,2 %	20,9 %	11,9 %	12,7 %	7,9 %	14,3 %	70,6 %	56,4 %

Източник: Проучване на ЕССР.

(1) Обхватът по видове фондове е изчислен в зависимост от сбора на пълното и частичното отчитане. Обхватът на сборовете е изчислен по отношение на общия брой фондове в съответните държави от шестте отчитащи държави, според данните на ЕЦБ. Коригираният обхват е нетирианият обхват на категорията „Други или няма данни“. Числата, изписани в червено, се отнасят за стойности над 20 млрд. евро.

Ако се разгледат някои **национални особености**, данните показват доминиращо присъствие на инвеститори от ПФИ за CNAV фондове, базирани в Люксембург и Ирландия. Ирландските CNAV фондове са от съществено значение и за инвеститорите извън ЕС в ДФИ (22 %). Застрахователните предприятия и пенсионните фондове са основните инвеститори в краткосрочни VNAV фондове, базирани във Франция. Най-голямата концентрация на инвестиции на НФП във ФПП се наблюдава при базираните в Люксембург CNAV фондове (46 млрд. евро), базираните във Франция VNAV фондове без краткосрочните VNAV фондове (41 млрд. евро) и ирландските CNAV фондове (29 млрд. евро). Накрая, по-голямата част от инвеститорите във ФПП в Испания и Италия принадлежи към сектор „Домакинства“. Общият размер на инвестициите на домакинствата от ЕС във ФПП за шестте отчитащи държави е 32 млрд. евро. CNAV фондовете в Люксембург (16 млрд. евро) представляват значителен дял на инвеститорите от сектор „Домакинства“ извън ЕС.

III.4 Концентрация на сектора

Секторът на ФПП в Европа е доста концентриран, особено що се отнася до CNAV фондовете. Според проучването първите десет CNAV фонда в Европа – от общо 123 – имат пазарен дял от около 55 %, което представлява 226 млрд. евро (вж. таблица 10). Това е сравнимо с 33 % за първите десет VNAV фонда, всички от които, с изключение на един, са базирани във Франция. При фондовете, различни от ПКИПЦК, първите десет фонда отчитат пазарен дял от 74 %. (1)

Таблица 10

Концентрация на първите 3, 5, 10 и 20 фонда за избрани категории фондове (%)

Фондове	CNAV, Ирландия	CNAV, Люксембург	Франция	Всички CNAV	Всички VNAV	ПКИПЦК	Фондове, различни от ПКИПЦК	Всички фондове
Първи 3	26,10 %	65,40 %	16,70 %	27,60 %	15,10 %	16,50 %	46,10 %	12,30 %
Първи 5	38,40 %	77,30 %	23,10 %	36,50 %	21,10 %	22,70 %	55,70 %	17,60 %
Първи 10	64,00 %	86,80 %	35,90 %	55,50 %	32,80 %	34,40 %	73,70 %	26,80 %

(1) Най-вече поради един голям VNAV фонд, базиран във Франция, който представлява 35 % от фондовете, различни от ПКИПЦК от проучването.

Фондове	CNAV, Ирландия	CNAV, Люксембург	Франция	Всички CNAV	Всички VNAV	ПКИПЦК	Фондове, различни от ПКИПЦК	Всички фондове
Първи 20	84,30 %	N/A	50,50 %	77,60 %	48,10 %	52,20 %	88,80 %	40,60 %

Източник: Проучване на ЕССР.

Забележки: Дяловете за категориите „Франция“ и „Всички фондове“ се изчисляват спрямо всички управлявани активи, както е отчетено в статистиката на ЕЦБ за отчитащите държави. За всички останали категории дяловете се отнасят до всички управлявани активи на фондове, за които е налична съответстваща информация (CNAV или VNAV, ПКИПЦК или фондове, различни от ПКИПЦК), съответно – 89 % и 82 % от всички.

Анализът на концентрацията по групи на управление показва, че първите пет групи, управляващи ФПП в Европа, съставляват 40 % от целия сектор на ФПП в ЕС, а първите десет – 54 %. Секторът на CNAV фондовете е дори още по-концентриран, като първите пет групи съставляват 87 % от дейността в Люксембург и 59 % в Ирландия. По отношение на фондовете, различни от ПКИПЦК, първите три оператора в Европа управляват около 67 % от сектора. Седем от първите десет групи в Европа са свързани с банки (включително четири от първите пет), две са независими лица, управляващи активи, и една принадлежи на застрахователна група.

Таблица 11

Концентрация на сектора на ФПП по групи за управление на фондове (в %)

Спонсори	CNAV, Ирландия	CNAV, Люксембург	Франция	Всички CNAV	Всички VNAV	ПКИПЦК	Фондове, различни от ПКИПЦК	Всички фондове
Първи 3	43,90 %	84,10 %	46,20 %	51,10 %	43,90 %	37,90 %	67,00 %	30,00 %
Първи 5	59,30 %	86,80 %	58,60 %	61,10 %	55,70 %	47,10 %	77,00 %	40,50 %
Първи 10	73,80 %	N/A	71,10 %	81,60 %	70,20 %	62,30 %	91,90 %	53,60 %

Източник: Проучване на ЕССР.

Забележки: Дяловете за категориите „Франция“ и „Всички фондове“ се изчисляват спрямо всички управлявани активи, както са отчетени в статистиката на ЕЦБ за отчитащите държави. За всички останали категории дяловете се отнасят до всички управлявани активи на фондове, за които е налична съответстваща информация (CNAV или VNAV, ПКИПЦК или фондове, различни от ПКИПЦК), съответно – 89 % и 82 % от всички.

III.5 Отклонение на CNAV фондовете от паритета

В миналото при европейските ФПП бяха налице отклонения между неофициалната пазарна цена и постоянната цена (т.е. бяха засегнати от нереализирани загуби от оценка по пазарна стойност). Според проучването на ЕССР от извадка от 76 фонда (с управлявани активи от 414 млрд. евро) при 18 CNAV фонда е имало отклонения от до 10 б.п. и при 15 CNAV фонда е имало отклонения от над 10 б.п. през периода от юни 2007 г. до юни 2012 г. (вж. таблица 12). Също така 13 от 15-те CNAV фонда, при които е имало отклонение от над 10 б.п., отчитат управлявани активи на стойност около 72 млрд. евро⁽¹⁾; тук са включени три от десетте най-големи фонда в извадката. За някои фондове обаче отклоненията са ограничени до кредитното събитие след фалита на Lehman през 2008 г. Следва да се отбележи, че тези данни обхващат двата периода преди и след регулаторната реформа на ФПП от КЕРЦК/ЕОЦКП и че отклоненията през тези периоди не могат да се разграничат от данните от проучването.

Таблица 12

Отклонения от паритета при CNAV фондове през периода юни 2007 г. – юни 2012 г. (млн. евро и %)

Отклонение	Всичко	с налични данни за размера			
	Брой фондове	Брой фондове	Всичко NAV	Дял	NAV първи 3
До 10 б.п.	18	13	77,872	28,00 %	45,935
11 б.п. или повече	15	12	72,253	26,50 %	45,935

Източник: Проучване на ЕССР.

Забележки: Брой на отклоненията от паритета през периода юни 2007 г. – юни 2012 г.; обхват – 78 CNAV (налични са данни за размера на фонда само за 65 фонда).

⁽¹⁾ Не са налични данни за другите два CNAV фонда.

IV. Препоръки на ЕССР

IV.1 Обхват на препоръките

Целта на политиката, която ръководи препоръките на ЕССР, е да се намалят рисковете за финансовата стабилност, предизвикани от базираните в ЕС ФПП, вследствие на техните характеристики, подобни на банки, и уязвимостта им спрямо бягство на инвеститорите (и по-специално за CNAV фондовете). Препоръките също така имат за цел точно и последователно прилагане в Европа на съответните препоръки на МОКЦК.

Комисията отбелязва намерението си да разработи законодателни мерки за целия Съюз, свързани с ПКИПЦК и ФПП. В съответствие с целта за хармонизирано прилагане в целия Съюз Комисията е единственият **адресат** на препоръките на ЕССР. Комисията може да се консултира с европейските надзорни органи и особено с ЕОЦКП във връзка с прилагането на препоръките на ЕССР. За да осигури хармонизираното прилагане на препоръките, тя може да изиска от тях да разработят необходимите технически стандарти, насоки и препоръки (включително образци за отчитане и оповестяване). Установяването на техническите стандарти, свързани с регулирането на ФПП, е извън обхвата на настоящото приложение.

Що се отнася до периода за прилагане на препоръките и в съответствие с предвидения график на реформата на рамката за ПКИПЦК, Комисията се приканва да докладва на ЕССР до края на юни 2013 г. и края на юни 2014 г. за напредъка при прилагането на препоръките. За препоръка А допълнително се предлагат преходни разпоредби.

По отношение на **обхвата на фондовете**, в съответствие с препоръките на МОКЦК, препоръките на ЕССР са насочени към предприятията за колективно инвестиране, базирани в ЕС, които се предлагат/продават на инвеститори като стремящи се да запазят главницата и да осигуряват ликвидност в срок от един ден и да търсят доходност в съответствие с лихвените проценти на паричния пазар. Насочени са специално към фондове, които се определят или продават като ФПП или притежаващи характеристиките на ФПП (т.е. стремящи се към поддържане на стойността на капитала, обратно изкупуване в рамките на един ден и лихвени проценти на паричния пазар), или към фондове, които се продават по такъв начин, че създават такова впечатление (напр. продават се като парични фондове, ликвидни фондове, фондове за ликвидност или фондове с кратък матуритет). Ако не се споменава изрично видът на фонда (напр. CNAV, VNAV, краткосрочен ФПП, ПКИПЦК или фонд, различен от ПКИПЦК), препоръките на ЕССР целят да обхванат всички видове европейски ФПП, както са определени по-горе, независимо от имената им или от приложимата регулаторна рамка.

Всяка препоръка се разглежда подробно по-долу и се посочват икономическите ѝ обосновки и оценки, включително възможни предимства и недостатъци и където е възможно – потенциалното въздействие върху пазарите. За оценката се използват в голяма степен научни разработки, резултатите от специално за случая събиране на данни и дискусиите с участниците на пазара.

IV.2 Препоръка А – Задължително преминаване към променлива нетна стойност на активите

На Комисията се препоръчва да гарантира, че съответното законодателство на Съюза:

1. **изисква ФПП да имат варираща нетна стойност на активите;**
2. **изисква ФПП по принцип да прилагат оценка по справедлива стойност и да ограничат използването на отчитането по амортизирана стойност до ограничен брой предварително определени случаи.**

IV.2.1 Икономическа обосновка

а) Варианти на политиките

Сериозно съображение във връзка с ФПП, що се отнася до системния риск, е, че те са образувания, принадлежащи към нерегулираната банкова система, които изпълняват икономически функции, сходни с тези на банките. Макар че подлежат на пазарен надзор, те нямат равностойна правна форма и регулаторна рамка, каквато е приложима за банките (вж. раздел II).

Към решаването на този проблем са насочени препоръките на МОКЦК от октомври 2012 г., одобрени от СФС. Консултативният документ на СФС от ноември 2012 г. във връзка с реформата на нерегулирания банков сектор одобрява работата на МОКЦК. В този документ се изтъква, че има два възможни подхода към рисковете: i) да се премахнат характеристиките на ФПП, които засилват уязвимостта им от бягство на инвеститорите, т.е. да се премахнат депозитоподобните характеристики, които споделят с банките, ii) да се позволи на ФПП да запазят депозитоподобните си характеристики, но да се приложат мерки за смекчаване на рисковете по същия начин, както при пруденциалното банково регулиране.

Първият вариант би изисквал реформа на оценката на акциите на ФПП, така че да се отстранят депозитоподобните характеристики. Вследствие на това оценката на акциите би трябвало да отразява по-добре стойността на базовите активи на ФПП. Това означава, че ФПП ще трябва да използват модела на променлива нетна стойност на активите (VNAV) и по принцип да прилагат оценка по справедлива стойност; ако продължи използването на отчитане по амортизирана стойност, то не бива да допуска стойността на активите да се отклонява съществено от справедливата им стойност.

Другият вариант е на ФПП да се позволи да продължат да използват модела на постоянна нетна стойност на активите (CNAV), но при условие че се засили съгласуването им с регулацията на банките. По-специално, необходимо е те да работят при равностойни изисквания към капитала и ликвидността и други пруденциални изисквания, каквито се прилагат към банките и ги защитават от масово изтегляне на средствата от вложители.

Това отразява препоръка № 10 на МОКЦК: „ФПП, които предлагат стабилна нетна стойност на активите, следва да бъдат предмет на мерки, предназначени да намалят специфичните рискове, които са свързани с тази характеристика на стабилна нетна стойност на активите, и да отразят в балансите си прозвтичащите от тези рискове разходи. Където това е приложимо, регулаторите следва да изискват прелинаване към плаваща/променлива нетна стойност на активите. В противен случай следва да се въведат защитни механизми, които да засилят устойчивостта на ФПП със стабилна нетна стойност на активите и способността им да посрещнат съществени обратни изкупувания.“ В посочения по-горе консултативен документ от ноември 2012 г. СФС добавя още, че ако такова преобразуване не е възможно, изискваните защитни механизми „следва да бъдат функционално равностойни по въздействие на капиталовите, ликвидните и другите пруденциални изисквания към банките, които предпазват от изтегляне на депозити.“ В препоръка № 4 на МОКЦК се изтъква още, че „ФПП следва да съблюдават цялостния принцип на справедливата стойност, когато правят оценка на ценните книжа в портфейла си. Методът на амортизираната стойност следва да се използва само в ограничени случаи.“

Когато се обмисля преминаване от CNAV към VNAV, следва да се обърне сериозно внимание на текущата международна динамика (вж. раздел I.1). По график СФС следва да финализира своя пакет от препоръки относно нерегулирания банков сектор през септември 2013 г. (СФС, ноември 2012 г.). Като се има предвид взаимната свързаност на пазарите и силната адаптивност на нерегулирания банков сектор, може да се каже, че предложенията по отношение на нерегулирания банков сектор, към който принадлежат ФПП, следва да бъдат всеобхватни и че един частичен, негълен подход бързо ще се окаже податлив на арбитраж. СФС заяви, че след като бъдат изготвени окончателните му препоръки, ще работи по процедурите, които осигуряват правилното прилагане на различните препоръки за политиките по отношение на нерегулирания банков сектор. Той обаче не предвижда по-нататъшна работа по препоръки относно самите ФПП.

В съответствие с естеството на продукта на ФПП предпочитаният вариант на политика е да се укрепят инвестиционните характеристики на ФПП и да се намалят банкоподобните/депозитоподобните характеристики посредством задължително преобразуване на CNAV фондовете във VNAV фондове. Основната причина за това да се отиде по-далеч от препоръка № 10 на МОКЦК е по-слабата мотивация за бягство на инвеститорите, по-голямата прозрачност на цените и намаляването на взаимната свързаност, както е изложено подробно по-долу.

б) Намаляване на рисковете

Макар че бягство на инвеститорите може да се наблюдава при всякакви видове фондове, при които може да има падежно или ликвидно несъответствие, CNAV фондовете имат особености, от които следва, че в периоди на напрежение на пазара може би е по-вероятно инвеститорите да търсят „преимуществото на първия ход“ (вж. раздел II.1.). Преминаването към VNAV ще намали специфичните рискове, свързани с CNAV фондовете, и ефекта от кредитно събитие. VNAV моделът може да **намали мотивацията за бягство на акционерите**, когато фондът претърпи малка загуба. Както бе посочено в раздел II, дори и малки загуби могат да доведат до масово изтегляне на средства от даден ФПП, което да се прехвърли и върху други ФПП. Преимуществото на първия ход, породено от използването на отчитане по амортизирана стойност и закръгляне на нетната стойност на активите, може да бъде намалено, като бъде наложено на акционерите обратно изкупуване при нетна стойност на активите, която отразява текущата загуба и така да бъде намалено прехвърлянето на загуби към останалите акционери.

Премахването на отчитането по амортизирана стойност и на закръглянето може също да осигури на инвеститорите **прозрачност на цените**, тъй като позволява цените на акциите да варират както на всички останали предприятия за колективно инвестиране, и може да подобри информираността на инвеститорите за присъщите на тези фондове рискове и разликите спрямо депозитите. Ето защо то може да отслаби очакванията на инвеститорите ФПП да не бъдат податливи на загуби и да намали потенциала за риск от масово изтегляне на средства, когато даден фонд не изпълни тези очаквания. По-вероятно е редовните колебания да бъдат очаквани и следователно приемани от инвеститорите, както при други инвестиционни продукти, тъй като в този случай спадът на пазарната цена не би бил непременно сигнал за предстоящо неизпълнение по ценни книжа в портфейла⁽¹⁾. Възможно е променливата нетна стойност на активите да намали несигурността по качеството на активите в портфейла, тъй като то ще бъде отразено в нетната стойност на активите.

⁽¹⁾ През лятото на 2011 г. например се наблюдаваха колебания в стойността на европейските ФПП с променлива нетна стойност на активите, отразяващи промяна в пазарните условия и засилената волатилност. Въпреки колебанията обратното изкупуване почти не беше повлияно, което показва, че инвеститорите приемат временното вариране (включително негативното) на нетната стойност на активите в своите фондове.

ФПП, които инвестират в много кратки матуритети с по-нисък кредитен и лихвен риск биха отразили този по-нисък риск в по-слаба колебливост на нетната стойност на активите. Тъй като инвеститорите биха имали възможност да сравняват дневните колебания на стойността при различни пазарни условия, тази информация би им помогнала да вземат решения, които да съответстват по-точно на предпочитанията им по отношение на риска и доходността.

Дори да може да бъде отслабен ефектът на гореспомнатото преимущество на първия ход, възможно е да се запази, макар и в по-малка степен, стимулт за изпреварване на другите в обратното изкупуване. ФПП не разполагат ежедневно със 100 % ликвидност, затова са възможни екстремни случаи, при които да не могат да бъдат посрещнати исканията на инвеститорите за обратни изкупувания. Ето защо в случаи на масово обратно изкупуване инвеститорите може все още да имат стимул да искат изкупуване (както при всеки инвестиционен фонд), тъй като е възможно по-нататъшни обратни изкупувания да принудят фонда да продава по-слабо ликвидни активи и потенциално да понесе загуби. Неясноти, свързани с оценяването, които са налице и при фондовете с променлива нетна стойност на активите, може също да допринесат за риска от бягство.

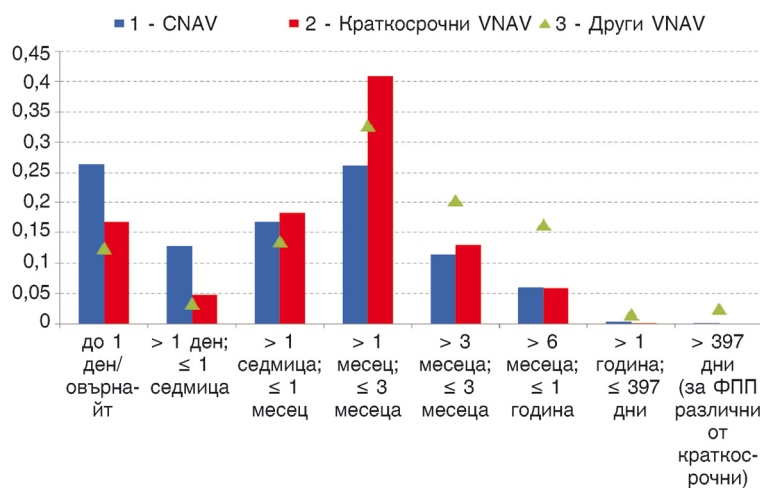
За да бъдат ограничени допълнително такива рискове, също и при фондовете с променлива нетна стойност на активите, настоящата препоръка разглежда въпроса за оценката на отделни инструменти. Като цяло ФПП следва да осигурят оценяване на активите по текущи пазарни цени, при условие че такива цени са налични, надеждни и актуални. Когато пазарни цени не са налични или надеждни, фондовете следва по принцип да оценяват ценните книжа в портфейла си посредством модели за оценка, основаващи се на текущата крива на доходност и спреда на емитента.

Настоящата препоръка не предполага пълна забрана на отчитането по амортизирана стойност. Ако обаче отчитането по амортизирана стойност остане допустимо, трябва да се приложат силни защитни механизми, за да се сведе до минимум рискът от неточно ценообразуване. В съответствие с препоръката на МОКЦК отчитането по амортизирана стойност следва да се използва само когато се прецени, че позволява подходящо приближение до цената на инструмента.

Следва да се приложат ограничения върху използването на отчитане по амортизирана стойност по отношение на остатъчния матуритет на инструмента, тъй като това би намалило съществено риска от разминаване между CNAV цената и реалната цена на ФПП. Макар че МОКЦК препоръчва граница от 90 дни, инструменти с дори още по-малък остатъчен матуритет могат да породят чувствителност по отношение на лихвения и кредитния риск. В този смисъл следва да се отбележи, че европейските ФПП (и особено CNAV фондовете) държат голям дял активи с остатъчен матуритет под 90 дни (вж. графика 6). В САЩ Комисията по ценните книжа и борсите (1977) позволява оценка на взаимните фондове по амортизирана стойност само при остатъчен матуритет от 60 или по-малко дни и при прилагане на допълнителни защитни механизми⁽¹⁾. Ето защо, макар че всички ограничения се прилагат кумулативно, във варианта с граница от 90 дни би бил налице риск от прекомерно прилагане на отчитането по амортизирана стойност. При CNAV фонд неточност в ценообразуването в размер дори само на 0,5 % от активите му може да породят стимул за бягство на инвеститорите, тъй като те може да направят опит за обратно изкупуване по номинална стойност, преди акциите на фонда да са паднали под определен праг.

Графика 6

Матуритетен профил на активите според вида фонд (%)



Източник: Проучване на ЕССР.

Забележки: Категорията „до един ден“ включва и депозити без определен матуритет или с неограничен матуритет. Обхватът на CNAV фондовете е 82 % от управляваните активи.

⁽¹⁾ Понастоящем Разпоредба 2а-7 позволява отклонение от това общо правило за ФПП, на които е разрешено да прилагат отчитане по амортизирана стойност и закръгляне без такова ограничение. Според Съвета за надзор на финансовата стабилност (2012) преминаването към VNAV би наложило премахване на това изключение и от ФПП би се изисквало да оценяват портфейлите си по същия начин като всички останали взаимни фондове, включително да използват оценка по амортизирана стойност само при остатъчен матуритет до 60 дни и под допълнителни условия.

Препоръка Б относно изискванията за ликвидност разглежда и VNAV фондовете и следва да намали още повече риска от бягство на инвеститорите. Трябва обаче да се отбележи, че дори да е вероятно намаляването на рисковете, рискът от бягство на инвеститорите не може да бъде напълно премахнат, тъй като ФПП извършват матуриретни трансформации.

Накрая, препоръка А може да допринесе за разрешаването на проблема със системния риск, произтичащ от **взаимната свързаност** на спонсорите на ФПП, тъй като всякакви колебания на променливата нетна стойност на активите може да отслаби степента, в която инвеститорите разчитат на имплицитна и дискреционна спонсорска подкрепа. Причината е, че спонсорите на VNAV фондове имат по-малко подбуди да се намесват, за да стабилизират цената на акциите.

IV.2.2 Оценка

а) Възможно въздействие

Всеки вариант на политиката по отношение на ФПП следва да бъде подложен на изчерпателна оценка що се отнася до потенциалното му въздействие върху финансовата стабилност и функционирането на пазарите. Вариантът, който в момента се обсъжда най-широко в международен план, е задължително преминаване от CNAV към VNAV фондове на паричния пазар. Като се имат предвид международните връзки, които ФПП пораждаат, оптималното решение би било съгласуване на регулаторната намеса в световен мащаб. Към датата на настоящия доклад обаче е неизвестно дали в САЩ (най-големия в света пазар на ФПП) ще има допълнителни регулаторни реформи в обозримо бъдеще. Същевременно в Европа са в ход законодателни инициативи по рамката за ПКПЦК, които може да предоставят възможност за въвеждането на мерки, които да намалят допълнително произтичащите от ФПП системни рискове (вж. раздел I).

От една страна последиците от (едностранно) задължително преминаване към VNAV на европейските ФПП може да се окаже несъществено за европейската ФПП индустрия, ако приемем, че инвеститорите в CNAV фондове не са чувствителни към класификацията на фонда, а се интересуват повече от неговите базови активи. От друга страна е възможен внезапен изходящ поток от европейските CNAV фондове към други юрисдикции или към алтернативни продукти. Това може да окаже сериозно въздействие върху ценообразуването и достъпността на краткосрочно финансиране за европейски заемополучатели, по-специално за банките.

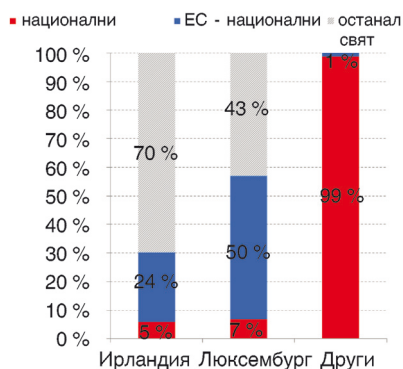
На кръглата маса, организирана от ЕССР със заинтересовани страни от частния сектор, редица участници от сектора заявиха, че спад в инвеститорското търсене не е много вероятен при инвеститорите от ЕС, но би бил по-голям при инвеститорите извън ЕС, по-специално при инвеститорите от САЩ, на които попада особено много постоянната нетна стойност на активите. Спадът в инвеститорското търсене от САЩ потенциално би могъл да бъде значителен, ако в обозримо бъдеще там не бъде предприета и не се очаква подобна регулаторна реформа. Макар да е много трудно да се прецени въздействието на евентуално едностранно преминаване към променлива нетна стойност на активите в Европа, не на последно място заради несигурността около поведението на инвеститорите, в раздел II са представени редица полезни данни, които могат поне да послужат за ориентация.

CNAV фондовете имат значителна експозиция към ПФИ извън ЕС (общо 161 млрд. евро) в сравнение с експозицията към ПФИ от ЕС (146 млрд. евро), дължаща се главно на ирландски фондове (128 млрд. евро, 47 % от всички управлявани активи). Презграничната експозиция на ирландски CNAV фондове към ПФИ в ЕС също е голяма – 75 млрд. евро. За Люксембург експозицията към ПФИ от ЕС е по-голяма (58 млрд. евро), отколкото експозицията към ПФИ извън ЕС (33 млрд. евро), макар че в този случай обхватът на данните е по-малък и е възможно истинската експозиция да е подценена. Ето защо финансирането за европейски ПФИ в размер на 146 млрд. евро потенциално може да бъде засегнато от едно задължително преминаване към VNAV, макар че вероятно част от това финансиране ще остане инвестирано в европейски ПФИ, напр. посредством преки наличности от ценни книжа, емитирани от европейски банки, или посредством банкови депозити.

Налице е значителна несигурност относно географската разбивка на инвеститорите във ФПП, както показват разликите между статистиката на ЕЦБ и данните от специалното проучване, проведено от ЕССР (вж. таблица 9 в раздел III.3). CNAV фондовете са базирани главно в Ирландия и Люксембург. Таблица 9 в раздел III.3 представя информация за географската и секторната разбивка на тяхната инвеститорска база (вж. също графика 7 и графика 8 по-долу).

Графика 7

Географска разбивка на инвеститорите във ФПП (%)

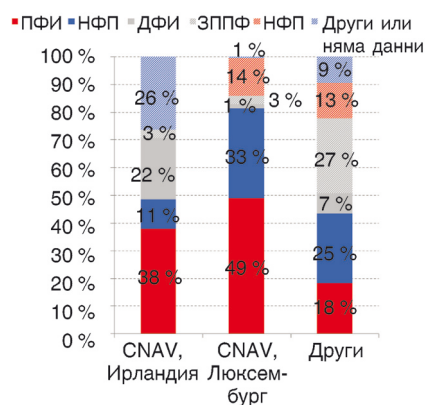


Източник: Проучване на ЕССР.

Забележки: „Други“ включва фондове от Франция, Германия, Италия и Испания. Обхватът е 100 % от проучването на ЕССР и приблизително 70 % от всички управлявани активи на ФПП от ЕС.

Графика 8

Секторна разбивка на инвеститорите във ФПП (%)



Източник: Проучване на ЕССР.

Забележки: „Други“ включва фондове от Франция, Германия, Италия и Испания плюс VNAV фондове от Ирландия и Люксембург. Обхватът е 100 % от проучването на ЕССР и приблизително 70 % от всички управлявани активи на ФПП от ЕС.

Според резултатите от проучването на ЕССР делът на инвеститори извън ЕС в ирландските ФПП е 70 % (202 млрд. евро) от общия размер (вж. графика 7). Според статистиката на ЕЦБ обаче, която обхваща всички ФПП, инвеститорите извън еврозоната имат дял от 82 % (253 млрд. евро). Все пак е слабо вероятно инвеститорите от Обединеното кралство и другите държави членки на ЕС извън еврозоната да имат дял от едва 51 млрд. евро (разликата между двете стойности), докато деноминирани в британски лири фондове в Ирландия имат 134 млрд. евро. Макар да няма точни данни, стойността от проучването на ЕССР (202 млрд. евро) може да се смята за горна граница на интервала. Долната граница може да се изведе от статистиката на ЕЦБ, като от общото за сектор „Останал свят“ се извади общата стойност на деноминирани в британски лири фондове (т.е. 119 млрд. евро, или 253 млрд. евро минус 134 млрд. евро). Така делът на инвеститорите от „Останал свят“ в Ирландия би бил някъде между 119 млрд. евро и 202 млрд. евро. Според резултатите от проучването тези инвеститори влягат основно в CNAV фондове (84 %).

Що се отнася до Люксембург, данните от проучването обхващат само частично инвеститорската база на ФПП – около 74 % от всички инвестирани средства. Според тези данни сектор „Останал свят“ (т.е. извън ЕС) има дял от 79 млрд. евро или 43 % от цялата инвеститорска база. Съответните числа от статистиката на ЕЦБ, която обаче обхваща и инвеститорите от Обединеното кралство, са 152 млрд. евро или 61 % от цялата инвеститорска база. След като се извадят деноминирани в британски лири фондове, базирани в Люксембург (с равностойност около 20 млрд. евро), диапазонът между двете стойности остава доста широк (между 79 млрд. и 132 млрд. евро).

Що се отнася до CNAV фондовете, налични са само данни от проучването на ЕССР. Според този източник инвеститорите извън ЕС имат дял от 257 млрд. евро или 62 % от цялата инвестиционна база. Тази стойност обаче вероятно е надценена, като се има предвид несигурността относно произхода на инвеститорите.

Следователно, според резултатите от проучването на ЕССР инвеститорското търсене извън ЕС потенциално възлиза на общо 257 млрд. евро (или 25 % от общата стойност). Възможно е то да е било привлечено специално от CNAV характеристиката; за съжаление географската разбивка на инвеститорската база не позволява да се определи класът на инвеститорите от САЩ. Ето защо, ако преминаването към VNAV предизвика оттегляне на тези инвеститори, потенциално могат да бъдат засегнати четвърт от управляваните активи на европейски ФПП. Това може да повлияе и върху финансирането на ПФИ. Но тъй като CNAV фондовете инвестират предимно извън ЕС (вж. таблица 4 в раздел III.2), е възможно въздействието върху европейските ПФИ да бъде по-ограничено. Нещо повече, има вероятност дялът на инвеститорите извън ЕС да е силно надценен в проучването. Според данни на IMMFA на инвеститори от САЩ принадлежат 10 % или около 40 млрд. евро, следователно прякото въздействие от оттеглянето на тези инвеститори би било относително слабо.

б) Преходни разпоредби

При задължително преминаване към VNAV ще бъдат необходими преходни разпоредби, по редица причини. Първо, преминаването от CNAV към VNAV може да изправи пред операционни трудности както управителите, така и инвеститорите, тъй като информационните системи и бекофис системите вероятно ще трябва да бъдат реструктурирани. Второ, възможно е мащабно обратно изкупуване от инвеститори, които се стремят да избегнат потенциални загуби, ако съществуващата CNAV не съпада с „истинската“ VNAV. Ето защо се препоръчва достатъчно продължителен преходен период за съществуващите ФПП, през който да може да се поддържа CNAV, за да могат да се извършат необходимите корекции. Преходният период за съществуващите CNAV фондове би могъл да бъде най-малко две години след окончателното публикуване на приложимите правила. Освен това ФПП следва да оповестят преминаването към VNAV и внимателно да обяснят последиците от него доста преди да бъде извършена промяната. Това време би трябвало да е достатъчно, за да вземат предвид инвеститорите всякакви реформи, които биха могли да бъдат приложени към ФПП в САЩ и така да бъдат смекчени опасенията, свързани с неедновременното въвеждане на VNAV.

в) Капиталовите изисквания като възможна алтернатива

Обснова

Ако преминаването към VNAV не е осъществимо, СФС (ноември 2012 г.) предлага като алтернатива да се въведат изисквания, които да имат същия ефект като пруденциалното банково регулиране. Ако не бъде прието европейско законодателство, което да изисква задължителното преобразуване на всички CNAV фондове на паричния пазар във VNAV фондове, ще бъдат приложени строги защитни механизми, включително капиталови изисквания, съгласувани с регулирането на банковия сектор.

По-долу са разгледани капиталовите изисквания. Основанието за официални капиталови изисквания е, че между CNAV фондовете и банковите депозити (които са защитени чрез капиталови изисквания към банките) има принципни паралели. Целта на капиталовите изисквания към CNAV фондовете е да се засили капацитетът им да поемат загуби, произтичащи от неизпълнения по активи или от продажби на активи с цел посрещане на искания за обратно изкупуване, които застрашават стабилната стойност на акциите им. Това може да смекчи системния риск, свързан с такива фондове, тъй като би отслабило преимущество на първия ход и мотивацията на инвеститорите за обратно изкупуване в периоди на напрежение, стига те да очакват загубите да не надхвърлят размера на капиталовия буфер⁽¹⁾.

Наред с капиталовите изисквания от CNAV фондовете на паричния пазар може да се изиска да кандидатстват за ограничен банков лиценз (вж. Европейски парламент, 2012). Това ще осигури прилагането на пруденциално регулиране подобно на това за банките спрямо CNAV фондовете, особено що се отнася до капитала. Освен това би дало възможност на такива образувания да се ползват, също като банките, от гаранциите за депозити и от ликвидност от централните банки.

Възможни модели

На международно равнище се обсъждат два възможни варианта за капиталовите изисквания: i) NAV буфер, финансиран от инвеститорите, и ii) капиталови изисквания към управляващата институция. Двата модела са разгледани подробно по-долу.

i) NAV буфер, финансиран от пазара

Първият вариант е NAV буфер – ФПП да създадат капиталов резерв на равнището на фонда, като капитализират част от приходите си, за да ги използват като потенциална спирачка срещу загуби. Минималният NAV буфер може да бъде определен в законодателството, като фондът може да спре да капитализира приходи, след като достигне този минимум. Тази идея обаче има редица недостатъци (вж. МОКЦК, октомври 2012).

⁽¹⁾ Вж. например Gordon and Gandia (2012); Squam Lake Group (2011); FSOC (2012).

Натрупването на достатъчно голям резерв отнема време, а продължителното изграждане на буфера го прави слабо използваем през преходния период. По-малък буфер може да се натрупа по-бързо, но приложението му би било ограничено; възможно е той дори да създаде погрешно впечатление, че инвеститорите са защитени от загуби по-добре, отколкото са в действителност, и това да засили системния риск. В сегашните условия на ниски лихвени проценти натрупването на значителен буфер би било много трудно изпълнима задача.

Натрупването на буфер може също така да породи прехвърляне на ползи от съществуващите акционери, които допринасят за създаването на буфера, към бъдещи акционери, които в по-късен момент ще се възползват от тях.

Тъй като буферът ще намали пряко доходността на фонда, инвестициите в него може да загубят привлекателност и търсенето от страна на инвеститорите може да отслабне. Възможно е фондове да се изтеглят от пазара, за да избегнат буфера, като по този начин ще намалее обемът на отрасла и наличността на важен източник на краткосрочно финансиране за ПФИ.

И накрая, тъй като буферите ще бъдат осигурени от акционерите на фондовете, управителите/спонсорите няма да имат в тях финансов дял и това може да намали мотивацията им за пруденциално управление на риска.

ii) Капиталови изисквания към спонсора/изрична гаранция от страна на спонсора

Другата алтернатива е управителите/спонсорите на ФПП да поемат изричен ангажимент за финансова подкрепа, както често се подразбира неявно. Такъв изричен ангажимент би превърнал в задължителна подкрепата, която понастоящем е дискреционна и на която ФПП често са разчитали в миналото, и би принудил спонсорите/управителите да поемат свързаните с това разходи. Подобен изричен ангажимент е логичен, защото, както бе изтъкнато в раздел II.2, единият от източниците на свързания с ФПП системен риск е дискреционният характер на спонсорската подкрепа.

Спрямо управителите на ФПП и, в по-широк план, спрямо спонсорите може да се приложи изискване да създадат и финансират гаранционен фонд, който да поема загубите на ФПП. Капиталът би бил държан извън ФПП и би представлявал акции, притежавани от спонсора/гаранта, а не задължение на ФПП. Инвеститорите биха допринасяли косвено, например чрез повишаване на разходите/таксите, което може да отслаби инвеститорското търсене. Друга възможност е управителят/спонсорът да осигури изрична гаранция, при условие че той е регулирано образувание, подлежащо на пруденциални капиталови изисквания.

Размер

Капиталовият буфер или капиталовото изискване следва да бъдат достатъчно високи, за да осигурят съществена защита срещу загуби и по този начин ефективно да понижат риска от бягство на инвеститорите. В противен случай би имало сходни мотиви за бягство на акционери във фонд, за който се смята, че е изложен на риск от загуби над размера на капиталовия му буфер, или във фонд, в който несигурността е надхвърлила капацитета на гаранта за подкрепа. Капиталовото изискване за изрична гаранция от страна на спонсорите, особено ако се запази CNAV моделът, трябва да бъде съгласувано със съответните регулаторни капиталови изисквания към банките.

Групата „Скуом Лейк“ (2011) предлага, когато се определя размерът на изисквания буфер, да се вземат предвид средствата, които спонсорите са предоставяли в миналото, за да предпазят CNAV фондовете от спадане на цените на акциите под определен праг. Например в двата дни след фалита на Lehman, когато Reserve Primary Fund оповести минимална цена на акциите от 97 цента, би бил необходим буфер от най-малко 0,03 щатски долара на акция.

Съветът за надзор на финансовата стабилност (2012) предлага буфер, съобразен с рисковостта на активите на фонда: i) без изисквания за буфер при парични средства, съкровищни облигации и съкровищни репо сделки (репо сделки, обезпечени само с парични средства и съкровищни облигации); ii) изискване за буфер в размер на 0,75 % за други активи, ликвидни в срок от един ден (или активи, ликвидни в срок от една седмица в случая на освободени от данъци фондове); и iii) изискване за буфер в размер на 1,00 % за всички останали активи. NAV буферът се поддържа в допълнение към активите, необходими за стабилизиране на цената на акциите на CNAV фонд. Съветът за надзор на финансовата стабилност споменава още, че макар по правило ФПП да инвестират в нискорискови ценни книжа, опитът показва, че е възможно да понесат загуби над равнището на гореспоменатия NAV буфер от 1 %. Ето защо той предлага още един вариант, с буфер до 3 % (отново в зависимост от състава на активите). Освен това неговите предложения включват идеята „минимален баланс под риск“, който представлява част от счетоводната стойност, да става достъпен за обратно изкупуване със закъснение.

МОКЦК използва за пример минимум 50 базисни пункта за NAV буфера, които са предназначени да покрият разликата между пазарната и номиналната стойност. Буфер с такъв размер обаче няма да бъде функционално равностоеен по въздействие на капиталовите изисквания към банките, както иска **СФС** (ноември 2012). Съгласно **капиталовата рамка „Базел III“** от банките се изисква да поддържат достатъчно капитал, за да се справят с две ограничения: изискване за

рисково-базиран капитал и изискване за ливъридж. Второто налага собственият капитал да бъде най-малко 3 % от активите на банките (вж. Базелски комитет за банков надзор 2010, параграф 153). Ето защо консолидирането на активите на ФПП в баланса на банка-гарант предполага капиталово изискване в размер на 3 % от нетната стойност на активите на фонда. Следователно, за да има съответствие с пруденциалното банково регулиране, по принцип трябва да се мисли за капиталов буфер в размер на 3 %. Той следва да се прилага независимо от това дали капиталът се осигурява от банки или, ако това е допустимо, от управителя или от трета страна. Следва обаче да се отбележи, че предложенията от Базелския комитет коефициент на ливъридж в размер на 3 % ще се прилага незадължително в периода от януари 2013 г. до януари 2017 г., което може да доведе до бъдещо калибриране на коефициента.

Рискове

С алтернативата да бъдат въведени капиталови изисквания са свързани редица рискове. Първо, изискването може да има **съществени капиталови последици** за управителя/спонсорите. Както беше споменато по-горе, ако за отправна точка се вземе капиталовата рамка „Базел III“, изискването може да бъде за поне 3 % от нетната стойност на активите на ФПП. Според оценките на някои членове на ЕССР за някои европейски банки осигуряването на 3 % капиталов буфер по всички активи на CNAV фондове на паричния пазар, управлявани в рамките на банковата група, може да струва до половин процентен пункт от общия им собствен капитал (при условие че капиталовият буфер ще се отчита като актив на банката-спонсор и ще се изважда изцяло от нейния собствен капитал).

Освен това изискването за изричен ангажимент би могло да **засили взаимната свързаност** във финансовата система (най-вече с банковата система), особено ако спонсорите с по-голямо системно значение са в по-добро положение да финансират капитала. От друга страна стои контрааргументът, че вместо да засилят взаимната свързаност, капиталовите изисквания само биха направили прозрачни връзките, които вече съществуват в резултат от имплицитни отношения на подкрепа. Това би помогнало на инвеститорите както в банки, така и във ФПП да разберат по-ясно рисковете, които поемат. Секторът на CNAV фондовете на паричния пазар в Европа обаче и без това се отличава с висока степен на **концентрация** (вж. раздел III.4). Прилагането на капиталови изисквания към CNAV фондовете или техните спонсори вероятно ще доведе до консолидация в него и вследствие на това – до по-голяма концентрация на риска.

Тъй като е вероятно инвеститорите да допринесат за капиталовите буфери/изисквания, поне по косвен път, посредством повишени разходи/такси, възможно следствие е също **спад в инвеститорското търсене**. Що се отнася до потенциалното въздействие върху финансирането на банките, следва да се напомни, че европейските CNAV фондове на паричния пазар предоставят финансиране на европейски ПФИ с приблизителен размер 146 млрд. евро.

Макар че от гледна точка на стабилността и прозрачността ясно заявените ангажименти са за предпочитане пред имплицитните, най-доброто решение като че ли е преобразуването на CNAV фондовете във VNAV фондове, а не въвеждането на изрични капиталови изисквания. Капиталовите буфери са в противоречие с една основна характеристика на инвестиционните фондове – че инвеститорите са тези, които носят инвестиционния риск; освен това тези буфери може да **размият още повече разграничението между тези фондове и банките**.

IV.3 Препоръка Б – Изисквания за ликвидност

На **Комисията** се препоръчва да гарантира, че съответното законодателство на Съюза:

1. **допълва съществуващите изисквания към ФПП по отношение на ликвидността, като налага ясни минимални количества активи, ликвидни в срок от един ден или една седмица, които ФПП трябва да държат;**
2. **засилва отговорността на управителите на фондовете за следенето на ликвидния риск;**
3. **гарантира, че националните надзорни органи и управителите на фондове разполагат с ефективни инструменти, например временно прекратяване на обратните изкупувания, за да се справят със затруднения с ликвидността в моменти на напрежение в резултат от събития, засягащи фонда или пазара.**

IV.3.1 Икономическа обосновка

а) Подобряване на стабилността на ФПП

Препоръка Б следва препоръките на МОКЦК относно управлението на ликвидността. По-специално, препоръка 7 гласи, че „фондовете на паричния пазар следва да поддържат минимално количество ликвидни активи, за да засилят капацитета си да посрещнат обратни изкупувания и да предотвратят панически продажби“.

Както беше посочено по-горе (раздел I.2), в контекста на ЕС вече е налице силна европейска правна рамка за управление на ликвидния риск. Друга разпоредба е общият принцип, определен в член 1 на директивата за ПКИПЦК, според който ПКИПЦК изкупуват обратно дялове при поискване от страна на притежателите. В случая с ФПП препоръките на КЕРЦК/ЕОЦКП гласят, че ФПП следва да предоставят на инвеститорите дневна ликвидност и да управляват ликвидността си в съответствие с този принцип. Препоръките на КЕРЦК/ЕОЦКП за ФПП определят също граници на среднопретегления срок на живот и среднопретегления матуритет, които внасят ограничения в управлението на ликвидността и принуждават управителите да държат ликвидни активи.

Въпреки съществуващите например в САЩ разпоредби обаче, в европейските разпоредби няма ясно определени коефициенти на минималното количество ликвидни активи, които ФПП са задължени да поддържат. В това отношение следва да се отбележи, че през 2012 г. Европейският парламент прикани Комисията да проучи идеята за въвеждането на конкретни изисквания за ликвидност за ФПП, като се определят минимални изисквания за овърнайт, седмична и месечна ликвидност⁽¹⁾.

Ликвидните активи помагат на ФПП да се разплатят с акционерите, които поискат обратно изкупуване, и да предотвратят панически продажби на активи на загуба. Освен това се предотвратява верижният ефект върху други фондове с подобни наличности от ценни книжа. Ето защо се препоръчва в регулаторната рамка на ЕС да се въведе ясно определено минимално количество активи, ликвидни в еднодневен и едноседмичен срок. Ето основните преимущества от това:

- а. отразява се значението на ликвидните активи за това ФПП да могат да посрещнат потенциално големи искания от страна на инвеститорите за **обратно изкупуване** и да преолюват периоди на нестабилност на пазара; опитът от лятото на 2011 г., когато ФПП в САЩ успяха да посрещнат значителни обратни изкупувания, доказва ползата от такова действие;⁽²⁾
- б. осигурява се **хармонизирана основа на практиките по отношение на ликвидността** за ФПП в цяла Европа, което допринася за доверието на инвеститорите; в момента Кодексът на практиката на IMMFA и методологиите на агенциите за кредитен рейтинг определят различни прагове и изисквания по отношение на управлението на ликвидността (вж. каре 1 по-долу); за разлика от това, както беше споменато по-горе, разпоредбите в САЩ определят конкретни прагове за активи, ликвидни в еднодневен и едноседмичен срок;
- в. гарантира се, че ФПП ще **прилагат системно пруденциален подход към управлението на ликвидността**; ликвидността на ФПП се е увеличила след финансовата криза през 2008 г. и нарастващото нежелание за поемане на риск в контекста на кризата на държавния дълг в ЕС и в условия на силна волатилност на пазарите; когато пазарните условия се стабилизират, има риск ФПП отново да намалят количеството ликвидни активи, които държат в портфейлите си, и да потърсят инструменти с по-голяма дюрация и доходност, и по този начин евентуално да влошат ликвидната си позиция;
- г. въвеждането на ясно определени коефициенти следва да се смята за елемент на пруденциалното управление на ликвидния риск (съгласно определението например в член 51 от директивата за ПКИПЦК), като управляващото предприятие продължава да носи цялата отговорност за управлението на своята ликвидност.

Каре 1

Различните подходи към ликвидните буфери

IMMFA: Фонд от IMMFA трябва да поддържа най-малко 10 % от нетните активи в инвестиции, чийто падеж настъпва в следващия работен ден, и най-малко 20 % от нетните активи в инвестиции, чийто падеж настъпва до пет работни дни. За тези цели членовете могат да определят как да третираат даден държавен дълг, като вземат предвид ликвидността на всяка инвестиция, а не окончателния ѝ падеж.

Fitch: Ликвидността в срок от един ден се дефинира по следния начин: парични средства при попечител с рейтинг най-малко А и/или F1 или еквивалентен; овърнайт репо сделки; акции на ФПП с рейтинг от Fitch AAАmmf или еквивалентен; ценни книжа с настъпващ падеж или подлежащи на искане за изплащане от доставчик с подходящ рейтинг, като искането може бъде упражнено от притежателя на книжата и е платимо в рамките на един работен ден; преки задължения, емитирани от правителства с висок рейтинг и силна пазарна ликвидност, при условие че такива задължения са емитирани в основната валута на портфейла и остатъчният им матуритет е най-много 397 дни. Ликвидността в срок от една седмица се дефинира по същия начин, плюс ценни книжа с настъпващ падеж или подлежащи на искане за изплащане от доставчик с подходящ рейтинг, като искането може да бъде упражнено от притежателя на книжата и е платимо на фонда в рамките на пет работни дни, и ценни книжа, емитирани от наднационални или държавни органи с висок рейтинг и силна пазарна ликвидност, като остатъчният им матуритет е най-много 95 дни.

Moody's: Оценката на Moody's за ликвидността включва и матуритетната структура, и качеството на активите, както и експозицията на риск от големи непланирани изплащания. Moody's оценява степента, в която един фонд е инвестирал в ликвидни ценни книжа, по-специално в държавни ценни книжа с рейтинг Аaa, и техните матуритети, както и други ликвидни активи като ценни книжа с матуритет най-много седем дни.

SEC: От ФПП в САЩ се изисква да държат най-малко 10 % от активите си в овърнайт парични средства и 30 % в активи с падеж до една седмица. Активите с еднодневен срок на ликвидност се дефинират като парични средства, съкровищни облигации от САЩ и ценни книжа, които могат да бъдат превърнати в парични средства в рамките на един

⁽¹⁾ През 2012 г. Европейският парламент също така прикани Комисията да налага такси за ликвидност при настъпването на задължаващо събитие, а това води и до пряко задължение за информиране на компетентния надзорен орган и ЕОЦКП.

⁽²⁾ Според Съвета за надзор на финансовата стабилност (2012) през осемте седмици преди датата 3 август 2011 г. основни институционални ФПП са регистрирали изходящи потоци в размер на 179 млрд. щатски долара (16 % от активите).

работен ден. Активите с едноседмичен срок на ликвидност включват парични средства, съкровишни облигации от САЩ, дисконтни облигации на правителствени агенции с остатъчен матуритет до 60 дни и ценни книжа, които могат да бъдат превърнати в парични средства в рамките на пет работни дни (било чрез настъпване на падежа или чрез пют опция).

Забележка: Представено е само резюме. Повече подробности ще намерите в съответните разпоредби и методологии.

За да се определи размерът и съставът на буферите от ликвидни активи, следва да се вземат предвид следните елементи:

- а. Съществува **компромис** между размера на буферите, които ще се приложат, и типа активи, които ще се смятат за приемливи, както показват различните методологии, прилагани в момента в Европа, и различните данни, които ФПП съобщават за наличностите си от ликвидни активи. Колкото по-високо е изискването за буфер, толкова по-трудно ще бъде то да бъде изпълнено с висококачествени активи.
- б. Следва да се дефинират **активите с едnodневен и едноседмичен срок на ликвидност**. Активите с едnodневен срок на ликвидност са важни, тъй като искания за обратно изкупуване могат да възникнат много бързо.⁽¹⁾ Активите с едноседмичен срок на ликвидност също засилват стабилността на фонда и капацитета му да се справи с голям обем обратно изкупуване, като същевременно разширяват обхвата на допустимите активи.
- в. За да се намали зависимостта на фонда от ликвидност на вторичния пазар, дефиницията на ликвидни активи (извън паричните средства) следва да обърне внимание преди всичко на **остатъчния матуритет**. Инструментите, дефинирани като ликвидни в едnodневен или едноседмичен срок, следва да имат остатъчен матуритет съответно до един или до пет работни дни. Преимуществото на този подход, основаващ се на остатъчния матуритет, е, че се избягват допусканията за пазарната ликвидност на дадени инструменти, тъй като ликвидните активи могат да се превърнат в неликвидни, когато пазарите са под напрежение. Тази дефиниция се различава от дефиницията в САЩ, която включва съкровишни облигации и ценни книжа на правителствени агенции и отразява спецификата на американския пазар и размера на американския пазар на държавен дълг.
- г. Когато се дефинират буферите, следва да се вземат под внимание рисковете, свързани с **възможни опционни матуритети на активите**. Опциите може да се основават на различни параметри, включително техники с експозиция на риск от страна на контрагента като например опция за продажба (облигации с опция за продажба), отменяемост (отменяеми опции), изискуемост (техники за изискуемост при репо сделки). Подобни характеристики може да породят верижен ефект и да отслабят общата ликвидна позиция на фондовете, особено на пазари под напрежение.
- д. Следва да се вземат предвид и **други ефекти на взаимна свързаност**, особено с банковия сектор, които могат да повлияят върху наличието на допустими за буферите на ликвидност активи.

б) Засилване на управлението на ликвидния риск

Праговете, които ще бъдат дефинирани, следва да се смятат за минимални. В съответствие с това управителите следва да коригират наличностите си от ликвидни активи според профила си и инвеститорската си база (типове инвеститори, модели на обратно изкупуване, концентрация на инвеститорската база и т.н.), както и според пазарните условия.

Като част от стабилния подход на „най-добри практики“ в управлението на ликвидността управителите следва да разработят редовни стрес тестове, основани на няколко неблагоприятни сценария (както специфични за фонда, така и отразяващи целия пазар), въздействащи върху ликвидния им профил, в съответствие с препоръка 8 на МОКЦК. ФПП следва да подготвят и планове за действие при непредвидени обстоятелства, за да се справят с подобни периоди на напрежение.

Както е посочено в препоръка 6 на МОКЦК, един важен аспект, който трябва да бъде обмислен, е свързан с акционерите на фондовете. Това важи особено в контекста на ЕС, където институционалните инвеститори, при които вероятността за „бягство“ по принцип е по-голяма, представляват основната част от инвеститорската база. Както е представено подробно по-горе (вж. раздел III.3), проучването на ЕССР показва, че е налице относителна несигурност около инвеститорската база на фондовете. Емпиричните данни показват по-скоро нарастваща роля на електронните платформи в Европа, поради което за управителите става по-трудно да „познават акционерите си“. Следствията от тази тенденция трябва да бъдат положени на оценка. Освен това от ФПП може да се изиска да придобиват информация относно действителните собственици, както е предвидено в предложенията на Съвета за надзор на финансовата стабилност за препоръки относно ФПП в САЩ.⁽²⁾

⁽¹⁾ В случая с Reserve Primary Fund инвеститорите поискаха обратно изкупуване с приблизителен размер 40 млрд. щатски долара в рамките на два дни, а в рамките на една седмица бяха изтеглени общо 15 % от активите на основните ФПП.

⁽²⁾ Предложенията за препоръки, публикувани през ноември 2012 г., включват прилагането на допълнителни изисквания за „познаване на инвеститорите“.

в) Управление на ликвидността в периоди на напрежение

Дори когато управителите на фондове прилагат пруденциален подход в управлението на ликвидния риск, възможни са случаи, в които ФПП се сблъскват с изключително стресови пазарни условия и/или големи по размер искания за обратно изкупуване в резултат от конкретни за фонда или общи за пазара динамики. Съответно препоръка 9 на МОКЦК гласи: „Фондовете на паричния пазар следва да разполагат с инструменти за справяне с извънредни условия на пазара и значителен натиск за обратно изкупуване“. Такива инструменти могат да отслабят натиска за обратно изкупуване и по този начин да предотвратят изтегляне на средства или друга форма на „стадно поведение“ сред инвеститорите на даден фонд или група фондове. МОКЦК отбелязва също, че „за да се предотвратят верижни ефекти, държавите може също да обмислят даването на правомощия на регулаторните органи да изискат прилагането на такива инструменти, когато извънредна ситуация, пред която са изправени един или няколко ФПП, може да има последици за финансовата система в по-общ план“.

В регулаторната рамка на ЕС както директивата за ПКИПЦК, така и директивата за лица, управляващи алтернативни инвестиционни фондове (ЛУАИФ) включват разпоредби относно временно прекратяване.

- Член 45, параграф 2 от **директивата за ПКИПЦК** посочва, че държавите-членки могат да позволят на компетентните органи да изискват или разрешават временното спиране на записването, обратното изкупуване или откупуването на дяловете, ако това спиране е в интерес на притежателите на дялове или на обществеността. Според член 84, параграф 2 фонд може временно да спре обратното изкупуване или откупуване на дяловете си единици в изключителни случаи, когато обстоятелствата налагат това на основание защита на интересите на притежателите на дялове.
- Съгласно член 46, параграф 2 на **директивата за ЛУАИФ** компетентните органи разполагат с правомощия да „изискват да бъде спряно емитирането, обратното изкупуване или откупуването на дялове в интерес на притежателите на дялове или в обществен интерес“. Няма обаче конкретни разпоредби на равнище отделен фонд. Освен това член 23, параграф 1, буква „з“ изисква описание на управлението на ликвидния риск на АИФ, включително на правата на обратно изкупуване както при обичайни, така и при извънредни обстоятелства.

Тази рамка се различава от съществуващата в САЩ регулаторна уредба, според която след прекратяване фондът трябва да бъде ликвидиран⁽¹⁾. Временното прекратяване вероятно е най-подходящото решение при извънредни обстоятелства, в които фондовете трябва да посрещнат значителен натиск за обратно изкупуване. Ето защо рамката на ЕС следва да бъде изменена така, че възможността за временно прекратяване на исканията за обратно изкупуване да обхване всички фондове (както ПКИПЦК, така и различните от тях). Тази възможност е предвидена понастоящем в директивата за ПКИПЦК⁽²⁾. Както вече допуска законодателството на ЕС както за ПКИПЦК, така и за различни от ПКИПЦК фондове, временно прекратяване на обратното изкупуване може да бъде поискано от компетентните органи в интерес на притежателите на дялове или на обществеността, което е в съответствие с препоръките на МОКЦК.

В допълнение към временното прекратяване може да се обмисли въвеждането на допълнителни извънредни инструменти за управление на ликвидността за ФПП. Условията и обстоятелствата, при които могат да се използват тези инструменти, следва да бъдат ясно дефинирани и да бъде направена оценка на техния принос за финансовата стабилност. По-специално, както предвиждат препоръките на МОКЦК, на по-нататъшна оценка могат да бъдат подложени предимствата на праговете (при които фондовете ограничават количеството на обратното изкупуване до определена част на ден).

В съответствие с препоръките на МОКЦК следва да се въведе подходящ механизъм за осведомяване на инвеститорите във връзка с приложимите процедури при стрес. По-специално, фондовете трябва да осигурят осведомеността на инвеститорите за обстоятелствата, при които биха могли да бъдат приложени тези процедури (прекратяване или други). Не следва обаче да се съобщават подробности за прилагането и условията, за да се предотврати преимуществото на първия ход и възможността за превантивно „бягство“. Публичното оповестяване на приложимите в периоди на стрес процедури е разгледано в препоръка В, параграф 3, по-долу.

IV.3.2 Оценка

Що се отнася до въвеждането на конкретни изисквания за ликвидни активи, проведената от МОКЦК през пролетта на 2012 г. консултация показва, че като цяло респондентите подкрепят въвеждането на ликвидни буфери за ФПП. По-специално, респондентите изтъкват ползите от новите норми на Разпоредба 2а-7 в САЩ за засилване на стабилността на фондовете. В контекста на ЕС респондентите от ЕС отбелязват отсъствието на хармонизирана рамка за управление на ликвидността в Европа, за разлика от САЩ, и като цяло се отнасят положително към подобна инициатива от страна на регулаторните органи.

За да се извърши оценка на потенциалното въздействие от въвеждането на нови количествени изисквания за управление на ликвидността, трябва да се вземе предвид сегашният състав на портфейлите на фондовете, тъй като буферите може да тласнат предпочитанията към най-краткосрочното финансиране и да принудят управителите да променят разпределението на активите. Проучването на ЕССР показва, че ФПП в ЕС вече държат значителна част от портфейлите си в активи, чийто

⁽¹⁾ Според новия Разпоредба 22е-3 на SEC, приет през 2010 г., съветът на директорите на ФПП има право, след като уведоми SEC, да прекрати обратното изкупуване и да ликвидира фонда, ако той е паднал под определен праг или има опасност това да се случи.

⁽²⁾ Вж. Европейска комисия (2012), раздел 5, по въпроса за извънредните инструменти за управление на ликвидността.

падеж настъпва до един ден или до една седмица, както е показано подробно в таблица 6 в раздел III.2 и в графика 6. Делът на тези ликвидни активи е по-висок при CNAV фондовете (съответно 26 % и 11 % от активите през юни 2012 г.); освен това те поддържат сравнително по-голям процент от активите си в парични средства (близо 7 % през юни 2012 г.). Други ФПП от ЕС, които не са CNAV фондове, вече също държат сравнително голяма част от портфейлите си в активи със срок на ликвидност един ден или една седмица (приблизително 17 % и 5 % при краткосрочните VNAV фондове и 12 % и 3 % при другите VNAV фондове).

Наборът от данни на ЕССР е свързан с известни ограничения, тъй като проучването не обхваща всички ФПП и представените стойности са агрегирани за всички фондове, а е възможно между фондовете да има известни разлики. Освен това проучването показва картината в момент на силно нежелание за поемане на рискове. Резултатите от него обаче са в съответствие с други наблюдения на надзорни органи и агенции за кредитен рейтинг, както и с информацията от управляващи активи относно начина, по който те управляват своята ликвидност.

IV.4 Препоръка В – Публично оповестяване

На Колисиата се препоръчва да гарантира, че съответното законодателство на Съюза:

1. **изисква конкретно оповестяване от ФПП, включително в техните маркетингови материали, което да привлича вниманието на инвеститорите към липсата на капиталова гаранция и възможността за загуба по главницата;**
2. **изисква в своите публични оповестявания ФПП да посочват евентуалната подкрепа на спонсори, капацитета за подкрепа или защита само ако спонсорът е поел твърд ангажимент за такава подкрепа или защита, в който случай това трябва да бъде отразено в сметките на спонсора и в пруденциалните изисквания;**
3. **изисква от ФПП да оповестяват практиката си при оценяване, особено що се отнася до прилагането на отчитане по амортизирана стойност, както и да предоставят на инвеститорите подходяща информация относно приложителните процедури за обратно изкупуване в периоди на напрежение.**

IV.4.1 Икономическа обосновка

Като цяло ФПП се възприемат като „безопасни“ нискорискови инвестиции. Такова усещане може да засили риска от бягство на инвеститорите, ако фондът не оправдае тези очаквания. Допълнителното публично оповестяване има за цел да гарантира, че инвеститорите разбират ясно естеството на ФПП като инвестиционен продукт, и по този начин да намали този риск. Това изискване за оповестяване е в пълно съответствие с препоръка 13 и препоръка 14 на МОКЦК, но отива малко по-далеч от тях, като изисква всякакво публично посочване на подкрепа от страна на спонсор или капацитет за такава подкрепа да бъде допустимо само ако се основава на твърд ангажимент от страна на спонсора.

Както е посочено в раздел II.2, допускането за имплицитна и дискреционна подкрепа от страна на спонсора внася нестабилност в системата. Ето защо портфейлите на фондовете и техните политики по отношение на обратното изкупуване следва да бъдат структурирани по такъв начин, че да не се предполага подкрепа от страна на спонсор. В противен случай намерението да се разчита на такава подкрепа трябва да бъде заявено открито, отразено изцяло в баланса на осигуряващия подкрепата и обект на изисквания за регулаторен капитал, както е посочено в описанието на препоръка А.

Документацията на продукта следва да обяснява на инвеститорите наличните процедури за оценка на инструментите, включително информация за прилагането на отчитане по амортизирана стойност, допусканията, на които се основава този метод на оценка, и свързаните с него рискове. Нещо повече, инвеститорите следва да бъдат запознати с процедурите, които могат да бъдат приложени в случай на значително напрежение на пазара или силен натиск за обратно изкупуване и които биха могли да засегнат възможностите на инвеститорите за обратно изкупуване (вж. също препоръка Б, параграф 3). Тази информация за характеристиките на продукта следва да даде на инвеститорите възможност да вземат информирани инвестиционни решения и да намали неблагоприятния избор.

IV.4.2 Оценка

Достатъчната информация за характеристиките на ФПП следва да намали риска от неблагоприятен избор и бягство на инвеститорите и следователно да намали системния риск; от гледна точка на защитата на инвеститорите тя също така е важна за вземането на информирани решения. На агрегирана основа европейските ФПП обслужват най-вече институционални инвеститори. Тези типове инвеститори най-вероятно вече са достатъчно добре запознати със свързаните с ФПП рискове. Тази запознатост вероятно е доста по-слаба сред инвеститорите на дребно, които образуват голямата инвеститорска база на ФПП в някои отделни държави членки; ето защо най-вече за тях би било полезно по-доброто оповестяване. Адекватната информация би способствала особено за това инвеститорите на дребно да разберат, че ФПП не са безрискови. В резултат на по-добрата информираност някои инвеститори може да предпочетат алтернативен инструмент за управление на паричните средства пред ФПП. В случая на инвеститорите на дребно тази алтернатива вероятно би бил традиционният банков депозит, а не инвестиция в друго образование от нерегулирания банков сектор. И накрая, изискването за посочване на спонсорска подкрепа в публичното оповестяване само ако то се основава на твърд ангажимент от страна на спонсора ще засили прозрачността по взаимната свързаност във финансовата система и ще намали системния риск, свързан с разчитането на имплицитна и дискреционна спонсорска подкрепа.

Някои от оповестяванията, изисквани от настоящата препоръка, вече са обхванати от законодателството на ЕС (напр. директивата за ПКИПЦК и насоките на КЕРЦК/ЕОЦКП от 2010 г.), но може да се наложи някои от оповестяванията и документите да бъдат преработени и това да породи за ФПП допълнителни разходи за привеждане в съответствие. Не се очакват съществени разходи за националните надзорни органи.

IV.5 Препоръка Г – Отчитане и обмен на информация

1. **На Колисиата се препоръчва да гарантира, че съответното законодателство на Съюза:**
 - a) **изисква всички случаи на спонсорска подкрепа, които биха могли да повлияят цената на ФПП, да се докладват от ФПП или неговия управител и от спонсора на компетентния национален надзорен орган и да се представя пълно описание на характера и размера на подкрепата;**
 - b) **засилва редовното отчитане от страна на ФПП;**
 - в) **гарантира, че където това е приложимо, компетентните национални надзорни органи споделят информацията по букви а) и б) с другите национални надзорни органи в същата държава членка или в другите държави членки, европейските надзорни органи, ЕСЦБ и ЕССР.**
2. **На Колисиата се препоръчва да насърчава развитието на хармонизирано отчитане и хармонизиран набор данни, посочен в параграф 1, буква б), и организирането на информационния обмен, посочен в параграф 1, буква в).**

IV.5.1 Икономическа обосновка

Макар че VNAV фондовете на паричния пазар не са задължени да поддържат номинална стойност и натискът за спонсорска подкрепа не е същият като при CNAV фондовете, предполага се, че те също са се сблъскали със затруднения по отношение на ликвидността и недостиг на ликвидност на пазара по време на кризата; в резултат на това те може би също са разчитали на подкрепа от страна на управителите си или на дружествата-майки. В момента обаче за Европа не е налична конкретна информация за случаи на такава подкрепа, било за CNAV или VNAV фондове на паричния пазар, особено като се има предвид, че тя може да има много форми и поради това не се отразява непременно по ясен начин в баланса и отчета за приходите на предоставящия подкрепата. Проучването на ЕССР включваше въпрос за спонсорската подкрепа, но фондовете са посочили само генерични варианти от рода на „търговия“ и „липсва измерител“. Като цяло изискването за прилагане на VNAV наред с изискването да не се разчита на имплицитна подкрепа не изключва такава подкрепа при извънредни условия на пазара в бъдеще.

За да се даде възможност на властите да наблюдават рисковете, свързани с подобна подкрепа, всякакви бъдещи случаи на пряка или косвена спонсорска подкрепа, независимо от нейния вид (включително закупуване на проблемни ценни книжа от портфейла), следва да се докладват от ФПП или неговия управител на компетентните национални органи. Тъй като такава подкрепа може да засили взаимната свързаност във финансовата система и съответно системни рискове, информацията следва също да бъде споделена с други релевантни органи (национални, чуждестранни или европейски).

Въз основа на опита с наличната статистика на ФПП и нарочното еднократно събиране на данни става ясно, че редовните данни, които се събират за европейския сектор на ФПП могат да бъдат подобрени. ФПП са важно средство за гладкото функциониране на паричните пазари в Европа. Ето защо и националните, и европейските регулаторни органи следва да имат достъп до подробни данни за тези фондове, за да откриват тенденциите на ранен етап. Там където националните централни банки вече събират информация за ФПП, следва да се обмисли споделянето на тази информация с националните надзорни органи за пруденциални цели.

Редовното отчитане следва да включва най-малко достатъчно подробна разбивка на активите и пасивите на ФПП, за да могат властите да наблюдават ликвидната позиция на фонда и характера и качеството на базовите му активи. Освен това, ако все още се използва отчитане по амортизирана стойност, регулаторните органи следва да имат достъп до редовна информация за степента, в която се прилага тази практика на оценяване, и в кои случаи. Ако продължава използването на CNAV модела, редовното отчитане трябва също да включва подробна информация за CNAV фондовете, включително за тяхната неофициална пазарна цена.

По-подробната информация ще позволи на властите да разбират по-ясно динамиката в сектора на ФПП и да идентифицират източниците на риск. От макропруденциална гледна точка тази по-подробна информация трябва да бъде налична както на равнище агрегиран сектор на ФПП, така и на равнище отделен ФПП.

IV.5.2 Оценка

Необходимо е внимателно наблюдение върху състава на активите и инвеститорската база на ФПП, върху тяхната ликвидна позиция, практиките им при оценяване и всякаква зависимост от спонсорска подкрепа, за да могат да се разпознаят натрупването на рискове и връзките на ФПП с други части на финансовата система. Ето защо това е предпоставка за предприемането на каквито и да е превантивни мерки срещу потенциални системни рискове. Изискването за редовно докладване на неофициалните пазарни цени ще накара управителите на ФПП да си дадат ясна сметка, че националните надзорни органи наблюдават въпроса; очаква се изискването да упражни дисциплиниращ ефект по отношение на евентуални отклонения на неофициалната пазарна цена от нетната стойност на активите и по отношение на зависимостта от спонсорска подкрепа.

Недостатъците, свързани с по-подробното отчитане, се изразяват в разходите, произтичащи от процесите, които трябва да се осъществят в управляващите предприятия и в надзорните органи. Ето защо всякакви мерки по отношение на засилване на отчетността на ФПП следва да вземат предвид вече съществуващата отчетност, която се изисква

от тях, и да се придържат подобаващо към принципа на пропорционалност. Това ще намали свързаните с мерките разходи. По-специално, събираните от ЕЦБ данни относно балансите на ПФИ (към които принадлежат ФПП) вече включват подробна информация за активите и пасивите на ФПП (вж. Регламент ЕЦБ/2008/32). Все пак, тъй като това отчитане е предназначено за целите на паричната политика, възможно е то да не покрива изцяло потребността от данни за целите на финансовата стабилност.

IV.6 Последващи действия

IV.6.1 Срокове

От Комисията се изисква да докладва на ЕССР и на Съвета на Европейския съюз за действията, предприети в отговор на настоящите препоръки, или да предостави подходяща обосновка в случай на бездействие, в посочените по-долу срокове.

- **До 30 юни 2013 г.** от Комисията се изисква да предостави на ЕССР междинен доклад, съдържащ първоначалната оценка на резултатите от първия етап на изпълнението на настоящите препоръки.
- **До 30 юни 2014 г.** от Комисията се изисква да предостави на ЕССР и на Съвета окончателен доклад за втория етап на изпълнението на настоящите препоръки.

IV.6.2 Критерии за съответствие

Определят се следните общи критерии за съответствие за **препоръки А-Г**.

- Препоръките също така имат за цел точното и последователно прилагане в Европа на съответните препоръки на МОКЦК относно ФПП.
- Комисията може да се консултира с компетентните европейски надзорни органи, по-специално с ЕОЦКП, във връзка с прилагането на препоръките на ЕССР. За да осигури хармонизираното прилагане на препоръките, тя може да изиска от европейските надзорни органи да разработят необходимите технически стандарти, насоки и препоръки (включително образците за отчитане и оповестяване, вземайки предвид вече съществуващите изисквания за отчитане и оповестяване).
- Препоръките на ЕССР са насочени към предприятията за колективно инвестиране, базирани в ЕС, които се предлагат/продават на инвеститори като стремящи се да запазят главницата и да осигуряват ликвидност в срок от един ден и да търсят доходност в съответствие с лихвените проценти на паричния пазар. Насочени са специално към фондове, които се определят или продават като ФПП или притежаващи характеристиките на ФПП (т.е. стремеж към поддържане на стойността на капитала, обратно изкупуване в рамките на един ден и лихвени проценти на паричния пазар), или към фондове, които се продават по такъв начин, че създават такова впечатление (напр. продават се като парични фондове, ликвидни фондове, фондове за ликвидност или фондове с кратък матуритет).

За **препоръка А** се определят следните критерии за съответствие:

- От ФПП следва да се изисква да използват само модела на променлива нетна стойност на активите. По-специално, следва да се забрани закръглянето на цените на акциите до най-близката единица. Необходими са преходни разпоредби за задължителното преминаване към модела на променлива нетна стойност на активите. Ето защо се препоръчва достатъчно продължителен преходен период за съществуващите ФПП, през който да може да продължи поддържането на модела на постоянна нетна стойност на активите, за да могат да се извършат необходимите корекции. Преходният период за съществуващите фондове с постоянна нетна стойност на активите би могъл да бъде най-малко две години след окончателното публикуване на приложимите правила. Освен това преминаването към фондове с променлива нетна стойност на активите следва да бъде обявено внимателно, доста преди прилагането на изискването, като ФПП оповестят ефекта от промяната.
- Препоръка А не предполага пълна забрана на отчитането по амортизирана стойност. Прилагането на отчитане по амортизирана стойност обаче следва да бъде разрешено само когато се прецени, че позволява подходящо приближение до цената на инструмента.
- В случай че продължи прилагането на отчитане по амортизирана стойност, следва да се въведат ограничения по отношение на остатъчния матуритет на съответния инструмент с цел да се намали рискът от разминаване между неговата цена и амортизираната стойност; при определянето на такива ограничения следва да се обмисли внимателно матуритетният профил на активите на базираните в ЕС фондове на паричния пазар.

За **препоръка Б** се определят следните критерии за съответствие:

- За да се определи размерът и съставът на минималните буфери от ликвидни активи, следва да се вземат предвид следните елементи:
 - а) компромисът между размера на буферите, които ще бъдат наложени, и типа активи, които ще бъдат сметени за допустими;
 - б) следва да се дефинират минимални количества активи с едnodневен и едноседмичен срок на ликвидност;
 - в) за да се намали зависимостта на ФПП от ликвидност на вторичния пазар, дефиницията на ликвидни активи (извън паричните средства) следва да обърне внимание преди всичко на остатъчния матуритет; инструментите, дефинирани като ликвидни в едnodневен или едноседмичен срок, следва да имат остатъчен матуритет съответно до един или до пет работни дни;

- г) когато се дефинират буферите, следва да се вземат под внимание рисковете, свързани с възможни опционни матуритети на активите; опциите може да се основават на различни параметри, включително техники с експозиция на риск от страна на контрагента като например опция за продажба (облигации с опция за продажба), отменяемост (отменяеми опции), изискуемост (техники за изискуемост при репо сделки).
- д) други ефекти на взаимна свързаност, особено с банковия сектор, които могат да повлияят върху наличието на допустими за буферите на ликвидност активи.
- От ФПП следва да се изисква да приспособят наличностите си на минимални буфери от ликвидни активи към своя рисков профил и инвеститорска база.
- Те следва да провеждат редовни стрес тестове, базирани на няколко неблагоприятни сценария, както специфични за фондовете, така и общи, които биха повлияли ликвидния им профил.
- ФПП следва да подготвят планове за действие при непредвидени обстоятелства, за да се справят с подобни периоди на напрежение.
- Те трябва да разполагат с необходимите инструменти за посрещане на извънредни искания за обратно изкупуване от страна на инвеститорите.

За **препоръка В** се определят следните критерии за съответствие:

- Информацията за продуктите на ФПП следва да привлича вниманието на инвеститорите към липсата на капиталова гаранция или нейния ограничен характер и към възможността за загуба по главницата.
- Тази информация следва също да обяснява на инвеститорите наличните процедури за оценка на инструментите, включително информация за прилагането на отчитане по амортизирана стойност, допусканията, на които се основава този метод на оценка, и свързаните с него рискове.
- Всякакви споменаване в предоставяната от ФПП информация на евентуална подкрепа от страна на спонсори, капацитет за подкрепа или защита следва да бъде разрешено само ако спонсорът е поел твърд ангажимент за такава подкрепа или защита, в който случай това трябва да бъде отразено в сметките на спонсора и в пруденциалните изисквания.
- Инвеститорите следва да бъдат наясно с процедурите, които могат да бъдат приложени в случаи на значително напрежение на пазарите или силен натиск за обратно изкупуване, и които биха могли да окажат въздействие върху техните възможности за обратно изкупуване.

За **препоръка Г** се определят следните критерии за съответствие:

- Всякакви случаи, в които спонсор оказва подкрепа на ФПП и които биха могли да повлияят върху цената на ФПП, следва да бъдат докладвани от този ФПП (или от неговия управител) и от спонсора на компетентния национален орган, като се описват естеството и размерът на подкрепата.
- Редовното отчитане на ФПП пред надзорните органи или централните банки следва да включва най-малко достатъчно подробна разбивка на активите и пасивите на фонда, за да могат тези органи да наблюдават неговата ликвидна позиция и характера и качеството на базовите му активи.
- В случай че ФПП продължи да използва модела на постоянна нетна стойност на активите, редовните отчети следва да предоставят отделно подробна информация за фондовете с постоянна нетна стойност на активите, включително информация за тяхната неофициална пазарна цена.
- В случай че ФПП все още използват отчитане по амортизирана стойност, регулаторните органи следва да имат достъп до редовна информация за степента, в която се прилага тази практика на оценяване, и в кои случаи.
- Следва да бъдат предприети мерки, които да насърчават развитието на хармонизирано отчитане и хармонизиран набор от данни за ФПП; това отчитане следва да може да се използва и за макропруденциални цели, като обхваща посоченото по-горе. Всякакви подобни мерки следва да вземат предвид съществуващите изисквания за отчетност, които вече се прилагат към ФПП, като например отчитането на балансите на ПФИ (ЕЦБ/2008/32).
- Да се гарантира липсата на пречки пред споделянето на горепосочената информация между надзорните органи и централните банки на национално, презгранично и европейско равнище.

IV.6.3 Докладване на последващите действия

Междинният доклад, който следва да бъде представен до 30 юни 2013 г., следва да съдържа най-малко:

- а) информация за законодателните инициативи, започнати или запланувани от Комисията в отговор на препоръките;
- б) информация за действията, предприети от Комисията по отношение на европейските надзорни органи в отговор на препоръките;
- в) ориентировъчен график за влизане в сила на мерките, които са вече предложени или запланувани от Комисията в отговор на препоръките;

г) оценка на съвкупното въздействие на мерките, които са вече предложени или запланувани от Комисията в отговор на препоръките;

д) подробна обосновка на всеки случай на бездействие или на отклонение от препоръките.

Окончателният доклад, който следва да бъде представен до 30 юни 2014 г., следва да съдържа най-малко:

а) информация за напредъка на законодателния процес вследствие на законодателните инициативи, подети от Комисията в отговор на препоръките;

б) информация за напредъка на мерките, предприети от Комисията по отношение на европейските надзорни органи в отговор на препоръките;

в) ориентировъчен график за влизане в сила на мерките, предложени от Комисията в отговор на препоръките;

г) оценка на съвкупното въздействие на мерките, предложени от Комисията в отговор на препоръките;

д) подробна обосновка на всеки случай на бездействие или на отклонение от препоръките.

БИБЛИОГРАФИЯ

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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