

## I

(Beslutninger og resolutioner, henstillinger og udtalelser)

## HENSTILLINGER

## DET EUROPÆISKE UDVALG FOR SYSTEMISKE RISICI

## DET EUROPÆISKE UDVALG FOR SYSTEMISKE RISICIS HENSTILLING

af 20. december 2012

om pengemarkeds-foreninger

(ESRB/2012/1)

(2013/C 146/01)

DET ALMINDELIGE RÅD FOR DET EUROPÆISKE UDVALG FOR SYSTEMISKE RISICI HAR —

under henvisning til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1092/2010 af 24. november 2010 om makrotilsyn på EU-plan med det finansielle system og om oprettelse af et europæisk udvalg for systemiske risici<sup>(1)</sup>, særlig artikel 3, stk. 2, litra b), d) og f), og artikel 16 til 18,

under henvisning til Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici's afgørelse ESRB/2011/1 af 20. januar 2011 om vedtagelse af forretningsordenen for Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici<sup>(2)</sup>, særlig artikel 15, stk. 3, litra e), og artikel 18 til 20, og

ud fra følgende betragtninger:

- (1) Pengemarkedsforeninger (money market funds, MMF'er), som er omfattet af reguleringen af værdipapirmarkedene, er en vigtig del af skygebanksektoren, navnlig da de foretager omlægning af løbetid og likviditet, og kan derfor udgøre systemiske risici.
- (2) Investorerne kan opfatte pengemarkedsforeninger, navnlig pengemarkedsforeninger med en konstant nettoaktivværdi (constant net asset value money market funds), der har til formål at bevare en uændret pålydende værdi, som et sikkert alternativ til bankindsud. Pengemarkedsforeninger har dog ikke direkte adgang til et offentligt sikkerhedsnet, såsom centralbankfinansiering og indskudsgarantier. Der er derfor en risiko for forveksling med bankindsud, som nyder godt af et sådant sikkerhedsnet.
- (3) Principielt er pengemarkedsforeninger ikke omfattet af eksplicitte og faste støtteordninger fra deres sponsorinstitutioner, som ofte er banker, selv om der har været

tilfælde, hvor sponsorinstitutionerne aktivt har støttet nødlidende foreninger ex post på et diskretionært grundlag.

- (4) Økonomiske forskningsresultater tyder på, at pengemarkedsforeningers adfærd og karakter gør dem sårbare over for destabiliserende investorstormløb, der hurtigt kan sprede sig blandt foreningerne, hvilket vil kunne svække likviditeten og adgangen til kortfristet kredit, ikke mindst for banker. Risikoen for investorstormløb kan være større for pengemarkedsforeninger med en konstant nettoaktivværdi i tilfælde, hvor der er en forventning om, at investorerne ikke vil kunne indløse deres andele til pari.
- (5) Selv om pengemarkedsforeningerne ikke var skyld i den finansielle krise i 2007 og 2008, har deres resultater under den finansielle uro vist, at de kan medvirke til at sprede eller endog forværre en krise. Erfaringerne fra krisen i 2007 til 2008 har vist, at pengemarkedsforeningerne kan være sårbare over for investorstormløb, og at de kan have behov for støtte fra sponsorinstitutioner, navnlig for at bevare deres konstante nettoaktivværdi.
- (6) Potentielle systemiske risici, der skyldes pengemarkedsforeninger, hænger derfor sammen med investorerne frontløberfordel, som er særlig relevant i forbindelse med pengemarkedsforeninger med en konstant nettoaktivværdi, den implicite og diskretionære karakter af sponsorinstitutionernes støtte og den høje indbyrdes forbundethed mellem pengemarkedsforeningerne og resten af det finansielle system, navnlig banker og pengemarkeder.
- (7) På baggrund af en vurdering af årsagerne til den seneste finansielle krise har flere nationale reguleringsmyndigheder og internationale organisationer givet udtryk for

(<sup>1</sup>) EUT L 331 af 15.12.2010, s. 1.

(<sup>2</sup>) EUT C 58 af 24.2.2011, s. 4.

et behov for strukturelle reformer af pengemarkedsforeningerne. Den 27. oktober 2011 offentliggjorde Rådet for Finansiell Stabilitet (Financial Stability Board, FSB) sine første henstillinger for at styrke tilsynet med og reguleringen af skyggebanksektoren. FSB pegede navnlig på indførelse af en obligatorisk overgang til en variabel nettoaktivværdiansættelse, kapital- og likviditetskrav til pengemarkedsforeninger med en konstant nettoaktivværdi samt andre mulige regulerende tiltag.

- (8) På anmodning af FSB offentliggjorde Den Internationale Børstilsynsorganisation (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) den 9. oktober 2012 politiske anbefalinger med henblik på at reducere pengemarkedsforeningernes sårbarhed over for investorstormløb. Der er allerede taget højde for en væsentlig del af disse IOSCO-anbefalinger på EU-plan, men der er fortsat huller.
- (9) De amerikanske lovgivere har truffet tiltag til at revidere rammerne for pengemarkedsforeninger. Navnlig har Securities and Exchange Commission (SEC) revideret sin regel 2a-7. Endvidere sendte Financial Stability Oversight Council (FSOC) den 13. november 2012 sine forslag til henstillinger om en pengemarkedsforeningsreform i offentlig høring.
- (10) I maj 2010 offentliggjorde Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg (Committee of European Securities Regulators) retningslinjer med henblik på at formulere en harmoniseret definition af begrebet europæiske »pengemarkedsforeninger« og indføre nye fælles standarder for at håndtere de fejl og mangler, der blev identificeret under den finansielle krise. Retningslinjerne fastlægger navnlig strenge standarder med hensyn til porteføljekvalitet og -løbetid, risikostyring og offentliggørelse af informationer. Disse ikke-bindende retningslinjer gælder for både pengemarkedsforeninger, der er institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter eller UCITS), og andre pengemarkedsforeninger (ikke-UCITS) og er blevet gennemført på nationalt plan af medlemsstaterne.
- (11) Europa-Kommissionen har tilkendegivet sine planer om at udarbejde EU-dækkende lovforanstaltninger vedrørende UCITS, hvorunder den navnlig vil undersøge behovet for en mere detaljeret og harmoniseret regulering af pengemarkedsforeninger <sup>(1)</sup>.
- (12) I overensstemmelse med forordning (EU) nr. 1092/2010 kan Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) også udarbejde henstillinger til Kommissionen om den relevante EU-lovgivning. Disse henstillinger har til formål at yde vejledning herom til Kommissionen, og til ESMA i dennes rolle som rådgiver og lovgiver.
- (13) Selv om investorstormløb kan opstå med alle typer foreninger, der har løbetids- eller likviditetsmismatch,

har foreninger med en konstant nettoaktivværdi karakteristika, der muligvis kan gøre en investor mere tilbøjelig til at søge at opnå en »frontløberfordel« i perioder med markedsstress. En omdannelse til foreninger med en variabel nettoaktivværdi kan betyde, at kapitalejerne har mindre incitament til stormløb, når en forening har haft et beskedent tab, og vil kunne bidrage til at øge prisgennemsigtigheden. Det vil også bidrage til at imødegå de systemiske risici, der skyldes den indbyrdes forbundethed mellem pengemarkedsforeninger og sponsorinstitutioner og reducere behovet for og vigtigheden af sponsorstøtte.

- (14) Et krav om at pengemarkedsforeningerne generelt skal anvende værdiansættelse til dagsværdi, og kun i begrænsede tilfælde anvende opgørelse til amortiseret kostpris, vil øge prisgennemsigtigheden for investorerne, forbedre investorernes forståelse af de risici, der er forbundet med disse pengemarkedsforeninger og gøre forskellen mellem pengemarkedsforeninger og bankindskud klarere.
- (15) Likvide aktiver betyder, at pengemarkedsforeningerne kan imødekomme indløsningsanmodninger fra kapitalejere, og forebygger brandudsalg af aktiver med tab. Herved forhindres også spredning til andre foreninger, der besidder lignende værdipapirer. Udtrykkelige mindstekrav til daglige og ugentlige likvide aktiver vil således sikre, at pengemarkedsforeningerne er i stand til at opfylde potentielt store indløsningsanmodninger fra investorer og klare sig igennem perioder med markedsvolatilitet. Effektive værktøjer til håndtering af likviditetsbegrænsninger, som f.eks. midlertidig suspendering af indløsninger, vil hjælpe pengemarkedsforeningerne til at håndtere stressperioder.
- (16) Et krav om at pengemarkedsforeninger også skal oplyse om vigtige egenskaber som f.eks., at der ikke er nogen kapitalgaranti, at der ikke ydes støtte af sponsorinstitutioner, og hvilken værdiansættelsespraksis der anvendes, vil sikre, at investorerne er fuldt ud bekendt med de eksisterende risici.
- (17) Når tilsynsmyndighederne har mere detaljerede indberetninger fra pengemarkedsforeningerne, vil de bedre kunne gennemskue udviklingen i branchen og identificere risikokilder. Derfor bør pengemarkedsforeningernes regelmæssige indberetning yderligere styrkes, navnlig med hensyn til sammensætningen af deres aktiver og passiver, anvendelsen af den amortiserede kostprismetode og sponsorstøtte. Hvor det er relevant, bør de kompetente nationale tilsynsmyndigheder udveksle oplysninger med andre relevante nationale og europæiske myndigheder.
- (18) I overensstemmelse med betragtning 29 til forordning (EU) nr. 1092/2010 er bemærkningerne fra interessenter fra den private sektor blevet taget i betragtning ved udarbejdelsen af denne henstilling.
- (19) Denne henstilling påvirker ikke centralbankerne i Unionens pengepolitiske mandat.

<sup>(1)</sup> Høring om produktregler, likviditetsforvaltning, depositarer, pengemarkedsforeninger og langfristede investeringer, 26. juli 2012.

(20) ESRB's henstillinger offentliggøres, efter at Rådet for Den Europæiske Union er blevet informeret om Det Almindelige Råds hensigt herom, og efter at Rådet har haft lejlighed til at svare —

VEDTAGET DENNE HENSTILLING:

#### AFDELING 1

#### HENSTILLINGER

##### **Henstilling A — Obligatorisk overgang til variabel nettoaktiv-værdi**

Det henstilles, at Kommissionen sikrer, at den relevante EU-lovgivning:

1. kræver, at pengemarkedsforeninger har en svingende nettoaktivværdi,
2. kræver, at pengemarkedsforeninger generelt anvender værdisættelse til dagsværdi og kun anvender opgørelse til amortiseret kostpris under et begrænset antal på forhånd definerede omstændigheder.

##### **Henstilling B — Likviditetskrav**

Det henstilles, at Kommissionen sikrer, at den relevante EU-lovgivning:

1. supplerer de eksisterende likviditetskrav for pengemarkedsforeninger ved at pålægge eksplicite minimumskrav til de likvide aktiver, som pengemarkedsforeninger skal besidde på daglig og ugentlig basis
2. styrker fondsforvalternes ansvar med hensyn til overvågningen af likviditetsrisiko
3. sikrer, at nationale tilsynsmyndigheder og fondsforvaltere har indført effektive værktøjer, f.eks. midlertidig suspendering af indløsninger, for at håndtere likviditetsbegrænsninger i stressperioder som følge af foreningspecifikke og markedsdækkende begivenheder.

##### **Henstilling C — Oplysningskrav**

Det henstilles, at Kommissionen sikrer, at den relevante EU-lovgivning:

1. kræver, at pengemarkedsforeninger, også i deres markedsføringsmateriale, offentliggør specifikke oplysninger, som gør investorerne opmærksomme på, at der ikke er nogen kapitalgaranti, og at der er mulighed for tab af kapital
2. kræver, at pengemarkedsforeninger i deres oplysninger kun nævner en eventuel sponsorstøtte, kapacitet til støtte eller beskyttelse, hvis denne støtte eller beskyttelse udgør en fast forpligtelse fra sponsorens side. I så fald skal denne fremgå af sponsorens regnskab og af tilsynskravene

3. kræver, at pengemarkedsforeninger oplyser om deres værdisættelsespraksis, især vedrørende brug af den amortiserede kostprismetode, samt at de giver investorerne passende oplysninger om gældende indløsningsprocedurer i stressperioder.

##### **Henstilling D — Indberetning og udveksling af oplysninger**

1. Det henstilles, at Kommissionen sikrer, at den relevante EU-lovgivning:

- a) kræver, at tilfælde af sponsorstøtte, der kan have en effekt på prisen på en pengemarkedsforening, indberettes af pengemarkedsforeningen eller dennes forvalter, samt af sponsoren, til den kompetente nationale tilsynsmyndighed sammen med en komplet beskrivelse af støttens karakter og størrelse,
- b) styrker pengemarkedsforeningers regelmæssige indberetning,
- c) sikrer, at kompetente nationale tilsynsmyndigheder, hvor det er relevant, udveksler de i litra a) og b) omhandlede oplysninger med andre nationale tilsynsmyndigheder inden for den samme medlemsstat eller fra andre medlemsstater, de europæiske tilsynsmyndigheder samt medlemmerne af ESCB og ESRB.

2. Det henstilles, at Kommissionen fremmer udviklingen af harmoniseret indberetning og et harmoniseret datasæt som omhandlet i stk. 1, litra b), samt tilrettelæggelsen af den i stk. 1, litra c), omhandlede informationsudveksling.

#### AFDELING 2

#### GENNEMFØRELSE

##### **1. Fortolkning**

1. I denne henstilling gælder følgende definitioner:

- a) »kreditinstitut«: et kreditinstitut som defineret i artikel 4, stk. 1, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/48/EF af 14. juni 2006 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut <sup>(1)</sup>
- b) »national tilsynsmyndighed«: en kompetent eller tilsynsførende myndighed som defineret i artikel 1, stk. 3, litra f), i forordning (EU) nr. 1092/2010
- c) »pengemarkedsforening«: institutter for kollektiv investering med hjemsted i EU, som er regulerede og underlagt tilsyn, og hvis primære formål er at bevare kapitalværdien, samtidig med at de giver et afkast, der svarer til pengemarkedsrenten, ved at investere i pengemarkedsinstrumenter eller indskud i kreditinstitutter

<sup>(1)</sup> EUT L 177 af 30.6.2006, s. 1.

- d) »pengemarkedsforening med en variabel nettoaktivværdi«: en pengemarkedsforening, der ikke har til formål at bevare en uændret nominal værdi, og hvis nettoaktivværdi derfor svinger. Dens aktiver værdiansættes generelt til dagsværdi
  - e) »pengemarkedsforening med en konstant nettoaktivværdi«: en pengemarkedsforening, der har til formål at bevare en uændret nominal værdi. Dens aktiver værdiansættes generelt til amortiseret kostpris
  - f) »opgørelse til amortiseret kostpris«: en opgørelsesmetode, hvorunder anskaffelsesprisen for værdipapiret fastsættes og justeres med den amortiserede over- og underkurs indtil udløb.
2. Bilaget udgør en integreret del af denne henstilling. I tilfælde af modstrid mellem hovedteksten og bilaget har hovedteksten forrang.

## 2. Kriterier for gennemførelse

1. Følgende kriterier gælder for gennemførelsen af denne henstilling:
- a) Denne henstilling omfatter alle pengemarkedsforeninger, således som disse er defineret.
  - b) Reglarbitrage bør undgås.
  - c) Der vil blive taget behørigt hensyn til proportionalitetsprincippet ved gennemførelsen under hensyntagen til formålet med og indholdet af hver enkelt henstilling.
  - d) De specifikke kriterier for gennemførelse af denne henstilling fremgår af bilaget.
2. Kommissionen anmodes om at informere ESRB og Rådet om de foranstaltninger, som den har truffet på baggrund af denne henstilling, eller i givet fald at begrunde undladelsen af at gennemføre foranstaltninger. Rapporten bør som minimum indeholde:
- a) oplysninger om indhold og tidsfrister for de trufne foranstaltninger, herunder foranstaltninger truffet over for de europæiske tilsynsmyndigheder
  - b) en vurdering af de trufne foranstaltningers funktion set i lyset af målene med denne henstilling

- c) en detaljeret begrundelse for en eventuel undladelse af at træffe foranstaltninger eller fravigelse fra denne henstilling, herunder forsinkelser.

## 3. Tidsfrister for opfølgning

1. Kommissionen anmodes om at aflægge rapport til ESRB og Rådet om de foranstaltninger, der er truffet på baggrund af disse henstillinger, og i det tilfælde at den har undladt at træffe foranstaltninger, at give en tilstrækkelig begrundelse herfor under iagttagelse af følgende tidsfrister:
- a) Kommissionen anmodes om at fremsende en foreløbig rapport til ESRB indeholdende en første vurdering af gennemførelsen af disse henstillinger senest den 30. juni 2013
  - b) Kommissionen anmodes om at fremsende en endelig rapport til ESRB og Rådet om gennemførelsen af disse henstillinger senest den 30. juni 2014.
2. Det Almindelige Råd kan forlænge den i stk. 1 angivne tidsfrist i det tilfælde, at lovgivningsmæssige initiativer er nødvendige for at opfylde en eller flere af henstillingerne.

## 4. Overvågning og vurdering

1. ESRB's sekretariat:
- a) bistår Kommissionen, herunder ved at udarbejde relevante skemaer og om nødvendigt ved at give en detaljeret beskrivelse af modaliteterne og tidsfristerne for opfølgning
  - b) kontrollerer Kommissionens opfølgning, herunder ved at bistå den på anmodning, og aflægger rapport om opfølgningen til Det Almindelige Råd via Styringskomitéen.
2. Det Almindelige Råd vurderer de foranstaltninger og begrundelser, som Kommissionen har rapporteret, og træffer, alt efter omstændighederne, beslutning om, hvorvidt henstillingen er blevet fulgt, og adressaten har givet en tilfredsstillende begrundelse for dennes undladelse af at træffe foranstaltninger.

Udfærdiget i Frankfurt am Main, den 20. december 2012.

Mario DRAGHI  
Formand for ESRB

## BILAG TIL ESRB'S HENSTILLING OM PENGEMARKEDSFORENINGER

## INDHOLDSFORTEGNELSE

	<i>Side</i>
FORKORTELSER .....	6
RESUMÉ .....	7
INDLEDNING .....	8
I. DE SENESTE LOVGIVNINGSINITIATIVER .....	8
I.1 Internationale initiativer .....	8
I.2 Europæiske initiativer .....	9
II. PENGEMARKEDSFORENINGER OG FINANSIEL STABILITET .....	10
II.1 Frontløberfordel .....	10
II.2 Sponsorstøtte .....	11
II.3 De aktuelle økonomiske forhold .....	12
III. DEN EUROPÆISKE PENGEMARKEDSFORENINGSSSEKTORS STRUKTUR .....	12
III.1 ESRB's ad hoc-spørgeskemaundersøgelse .....	12
III.2 Gennemgang af pengemarkedsforeningernes aktiver .....	14
III.3 Gennemgang af investorerne i pengemarkedsforeninger .....	19
III.4 Sektorens koncentration .....	21
III.5 CNAV-foreningers afvigelser fra paritet .....	22
IV. ESRB'S HENSTILLINGER .....	23
IV.1 Henstillingernes anvendelsesområde .....	23
IV.2 Henstilling A — Obligatorisk overgang til variabel nettoaktivværdi .....	23
IV.2.1 Økonomisk begrundelse .....	23
IV.2.2 Vurdering .....	26
IV.3 Henstilling B — Likviditetskrav .....	30
IV.3.1 Økonomisk begrundelse .....	30
IV.3.2 Vurdering .....	33
IV.4 Henstilling C — Oplysningskrav .....	34
IV.4.1 Økonomisk begrundelse .....	34
IV.4.2 Vurdering .....	34
IV.5 Henstilling D — Indberetning og udveksling af oplysninger .....	35
IV.5.1 Økonomisk begrundelse .....	35
IV.5.2 Vurdering .....	35
IV.6 Opfølgning .....	36
IV.6.1 Tidsplan .....	36
IV.6.2 Overholdelseskriterier .....	36
IV.6.3 Meddelelser om opfølgning .....	37
LITTERATUR .....	39

## FORKORTELSER

- ABS:** asset-backed securities
- AIF:** alternativ investeringsfond
- AIFM:** forvalter af alternativ investeringsfond (alternative investment fund manager)
- AuM:** aktiver under forvaltning (assets under management)
- Mia.:** milliard
- CESR:** Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg (Committee of European Securities Regulators)
- CIU:** kollektiv investeringsvirksomhed (collective investment undertaking)
- CNAV:** konstant nettoaktivværdi (constant net asset value)
- ECB:** Den Europæiske Centralbank
- ESA:** europæisk tilsynsmyndighed (European Supervisory Authority)
- ESCB:** Det Europæiske System af Centralbanker
- ESMA:** Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (European Securities and Markets Authority)
- ESRB:** Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (European Systemic Risk Board)
- EU:** Den Europæiske Union
- EUR:** euro
- FSB:** Rådet for Finansiell Stabilitet (Financial Stability Board)
- FSOC:** Financial Stability Oversight Council
- GBP:** britiske pund
- HH:** husholdninger
- ICI:** Investment Company Institute
- ICPF:** Forsikringselskaber og pensionskasser (Insurance corporations and pension funds)
- IMMFA:** Institutional Money Market Funds Association
- IOSCO:** Den Internationale Børstilsynsorganisation (International Organization of Securities Commissions)
- MFI:** monetær finansiell institution
- MMF:** pengemarkedsforening (money market fund)
- Mio.:** million
- NAV:** nettoaktivværdi
- NFC:** ikke-finansielt selskab (non-financial corporation)
- OFI:** anden finansiell institution (other financial institution)
- RoW:** resten af verden (rest of the world)
- SEC:** Securities and Exchange Commission
- ST-MMF:** kort pengemarkedsforening (short-term money market fund)
- UCITS:** institutter for kollektiv investering i værdipapirer (undertakings for collective investments in transferable securities)
- USD:** amerikanske dollar
- VNAV:** variabel nettoaktivværdi
- WAL:** vægtet gennemsnitlig levetid (weighted average life)
- WAM:** vægtet gennemsnitlig løbetid (weighted average maturity)



## RESUMÉ

Dette bilag gør rede for baggrunden for ESRB's henstillinger, som har til formål at støtte og vurdere gennemførelsen af FSB's skyggebanksreformer vedrørende pengemarkedsforeninger. Pengemarkedsforeninger er en vigtig del af skyggebankssektoren. Ligesom banker foretager de løbetids- og likviditetsomlægninger, og investorerne ser dem eventuelt som et sikkert alternativ til bankindsud (det gælder især CNAV-foreninger, der har til formål at bevare en uændret nominal værdi). Selv om pengemarkedsforeninger er underlagt regulering på værdipapirområdet, er de imidlertid ikke underlagt banktilsynskrav og kan i nogle tilfælde være meget sårbare over for destabiliserende investorstormløb. Pengemarkedsforeninger kan derfor være en kilde til betydelig systemisk risiko. En anden risiko, der er knyttet til pengemarkedsforeninger, er den implicite og diskretionære støtte fra det organiserende kreditinstitut/porteføljeforvalteren, den såkaldte sponsor. Denne støtte er muligvis mest udbredt i CNAV-foreninger.

Der er allerede taget forskellige internationale og europæiske lovgivningsinitiativer (f.eks. IOSCO's anbefalinger fra 2012 og CESR/ESMA's retningslinjer fra maj 2010) for at imødegå risici knyttet til pengemarkedsforeninger. Endvidere forventes FSB at udgive endelige henstillinger om alle arbejdsområder forbundet med skyggebankssektoren i september 2013. I USA kan der ske en yderligere udvikling i reguleringsrammen for pengemarkedsforeninger, efter at FSOC udsendte sine forslag til henstillinger i offentlig høring i november 2012. I Europa forventes Europa-Kommissionen at offentliggøre sit forslag til ændring af lovrammen for UCITS og pengemarkedsforeninger i løbet af 1. kvartal 2013. Det forventes, at ESRB's henstillinger og bilaget hertil vil bidrage til Kommissionens arbejde på dette vigtige område.

### Hvad karakteriserer pengemarkedsforeningssektoren i Europa?

Med henblik på at vurdere den mulige effekt af ESRB's henstillinger er der udarbejdet en detaljeret profil af den europæiske pengemarkedsforeninger bl.a. på grundlag af en ad hoc-dataindsamling. I Europa forvalter pengemarkedsforeninger ca. 1 billion euro i aktiver. Tre lande (Frankrig, Irland og Luxembourg) tegner sig tilsammen for ca. 95 % af pengemarkedsforeningernes samlede aktiver. Investorerne i de franske pengemarkedsforeninger er hovedsagelig franske, mens investorerne i irske og luxembourgske foreninger i meget stor udstrækning er ikke-residenter. De fleste pengemarkedsforeninger i Europa har tilladelse til at udøve virksomhed inden for UCITS-reguleringsrammen. De fem største koncerner, der forvalter pengemarkedsforeninger i Europa, udgør 40 % af den samlede sektor, og heraf er de fire relateret til banker.

Pengemarkedsforeninger spiller en vigtig rolle på pengemarkederne og skønnes at besidde ca. 25 % af alle kortfristede gældsinstrumenter udstedt i euroområdet. Ca. 75 % af deres eksponeringer er over for MFI'er, som for Irlands vedkommende hovedsagelig er institutioner uden for EU. Irske og luxembourgske foreninger har en stor del af deres aktiver i udenlandske valutaer, hovedsagelig amerikanske dollar og britiske pund.

Aggregeret set er de europæiske pengemarkedsforeningers investorer primært institutionelle investorer, selv om de i nogle lande typisk er et detailprodukt. MFI'erne investerer selv i stort omfang i pengemarkedsforeninger. De udgør over 30 % af den samlede investorbase og foretrækker CNAV-foreninger. En stor del af de europæiske pengemarkedsforeningers investorbase er investorer uden for EU. Dette gælder især for irske CNAV-foreninger. Pengemarkedsforeningernes indbyrdes forbundethed med resten af det finansielle system forstærkes yderligere af deres relation til sponsorerne, som ofte er banker.

Lidt mere end 40 % af sektorens aktiver under forvaltning investeres af CNAV-foreninger. To tredjedele af de europæiske CNAV-foreninger har hjemsted i Irland og en tredjedel i Luxembourg. Normalt er disse foreninger meget større, har en mere konservativ risikoprofil, en kortere løbetid, højere likviditetsniveau og flere investorer uden for EU i investorbasen end VNAV-foreninger. I denne henseende bør det bemærkes, at CESR/ESMA-retningslinjerne fra 2010 indførte standarder for pengemarkedsforeninger med hensyn til godkendte aktiver, både hvad angår kvalitet og løbetid. Ifølge resultaterne af ESRB's dataindsamling havde ca. 27 % af CNAV-foreningerne i undersøgelsen afvigelser mellem pari og markedsværdien af deres aktiver på mere end 10 basispoint i en nylig femårig periode. Ingen af respondenterne indberettede oplysninger om sponsorstøtte.

### ESRB's henstillinger

ESRB's henstillinger svarer til IOSCO's anbefalinger, der blev offentliggjort i oktober 2012. Med hensyn til systemisk risiko er det primære formål med IOSCO's arbejde at gøre pengemarkedsforeninger mindre sårbare over for risikoen for investorstormløb. ESRB's henstillinger er bl.a. baseret på en særlig dataindsamling, suppleret af en kvantitativ og kvalitativ analyse, der gør det muligt at gennemskue, om en ændring i forretningsmodellerne som følge af reformerne vil medføre en alvorlig indskrænkning af pengemarkedsforeninger, især på et tidspunkt hvor de allerede er påvirket negativt af de lave renter. De dækker fire specifikke områder:

**Obligatorisk overgang til VNAV:** Det bør kræves, at pengemarkedsforeninger har en svingende nettoaktivværdi. Herved vil deres investeringslementer blive styrket, og deres bankindsudlignende elementer reduceret. Dette krav vil mindske investorenes incitament til stormløb, øge prisgennemsigtigheden og reducere den indbyrdes forbundethed i det finansielle system. Pengemarkedsforeninger anmodes endvidere om generelt at anvende værdiansættelse til dagsværdi, mens anvendelsen af opgørelse til amortiseret kostpris bør begrænses til en række på forhånd definerede omstændigheder.

**Likviditetskrav:** Eksisterende likviditetskrav bør styrkes ved at indføre eksplicite minimumskrav om likvide aktiver, som pengemarkedsforeningerne skal have på daglig og ugentlig basis. Fondsforvalternes ansvar for at overvåge likviditetsrisikoen bør øges. Endelig bør der indføres effektive værktøjer, f.eks. ved midlertidig suspending af indløsninger, til håndtering af likviditetsbegrænsninger i stressperioder, der er resultat af enten foreningsspecifikke eller markedsdækkende begivenheder.

**Offentliggørelse:** Pengemarkedsforeningers markedsføringsmateriale bør oplyse investorerne om, at der ikke er kapitalgaranti, og om muligheden for tab af kapital. Offentlige oplysninger, som giver det indtryk, at der er sponsorstøtte til rådighed eller kapacitet til sponsorstøtte, bør være forbudt, medmindre støtten er en fast forpligtelse. I så fald skal støtten fremgå af sponsorens regnskab og være omfattet af tilsynskravene. Endelig bør oplysningerne indeholde en beskrivelse af værdiansættelsespraksis, især hvad angår brug af opgørelse til amortiseret kostpris, og muligheden for at suspendere tegning og indløsning, bl.a. i stressperioder.

**Indberetning og informationsudveksling:** Tilfælde af sponsorstøtte bør indberettes til de ansvarlige nationale tilsynsmyndigheder, som bør videregive disse oplysninger til andre relevante nationale og europæiske myndigheder. Pengemarkedernes regelmæssige indberetning bør udvides og harmoniseres. Hvor dette er relevant, bør kompetente nationale tilsynsmyndigheder udveksle informationer med andre relevante myndigheder (nationale, udenlandske og europæiske).

## INDLEDNING

Formålet med ESRB's henstillinger og den tilhørende analyse er at give en vurdering, set på baggrund af finansiell stabilitet, af IOSCO's anbefalinger af oktober 2012 om pengemarkedsforeninger, hvad angår deres potentielle virkninger på pengemarkedsforeningssektoren i EU. Med henblik på at støtte EU's politiske beslutningstagere og formulere relevante henstillinger fokuseres i dette bilag på de spørgsmål med hensyn til gennemførelsen, som er mest relevante for den finansielle stabilitet.

Både de kvantitative og de kvalitative analyser i dette bilag er baseret på diverse informationskilder, bl.a. akademisk forskning, tidligere arbejde udført af ESRB om pengemarkedsforeninger, ECB's statistiske data og en særlig spørgeskemaundersøgelse baseret på ad hoc-data, som ESRB iværksatte for at indsamle mere detaljerede informationer ud over dem, der fås fra offentligt tilgængelige kilder. Desuden arrangerede ESRB en rundbordskonference med markedsdeltagere for at høre branchens synspunkter.

**Afsnit I** i bilaget gennemgår de seneste internationale og europæiske lovgivningsinitiativer vedrørende pengemarkedsforeninger og giver hermed et bredere billede af den politiske baggrund for ESRB's henstillinger. **Afsnit II** giver et kort overblik over de kilder til systemisk risiko, som kommer fra pengemarkedsforeninger, og som henstillingerne tager sigte på at imødegå. **Afsnit III** indeholder en analytisk underbygning af henstillingerne og en gennemgang af pengemarkedsforeningssektorens markedsstruktur i Europa med fokus på de elementer i markedet, som er særlig relevante for systemisk risiko. **Afsnit IV** gennemgår de konkrete ESRB-henstillinger og giver en økonomisk begrundelse og en vurdering samt opstiller overholdelseskriterier for hver enkelt henstilling.

## I. DE SENESTE LOVGIVNINGSMÅLTAG

### I.1 Internationale initiativer

På baggrund af en vurdering af årsagerne til den seneste finansielle krise gav flere nationale reguleringsmyndigheder og internationale organisationer udtryk for et behov for strukturelle reformer af pengemarkedsforeninger. På topmødet i Seoul i november 2010 anmodede G20-lederne **Rådet for Finansiell Stabilitet** (Financial Stability Board, FSB) om at udarbejde henstillinger for at styrke tilsynet med og reguleringen af skyggebanksektoren. Den 27. oktober 2011 offentliggjorde FSB sine første henstillinger, som G20-lederne godkendte på topmødet i Cannes. I disse henstillinger anbefales navnlig en yderligere styrkelse af reguleringsrammen for pengemarkedsforeninger. FSB pegede på de såkaldte CNAV-pengemarkedsforeninger (constant net asset value money market funds, pengemarkedsforeninger med en konstant nettoaktivværdi), der har til formål at bevare en uændret pålydende værdi, som en vigtig kilde til potentielle risici, der bør imødegås med incitament til/krav om omdannelse til VNAV-foreninger (variable net asset value, foreninger med en variabel nettoaktivværdi), indførelse af kapital- og likviditetskrav til CNAV-pengemarkedsforeninger og/eller andre mulige tiltag. Endvidere gav FSB Den Internationale Børstilsynsorganisation (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) mandat til at gennemgå potentielle reguleringsreformer, som vil kunne gøre pengemarkedsforeninger mindre udsatte for »investorstormløb« og andre systemiske risici, og til at udarbejde politiske anbefalinger.



**IOSCO** imødekom anmodningen og offentliggjorde den 9. oktober 2012 politiske anbefalinger til reformer af pengemarkedsforeninger. Vedrørende disse anbefalinger anførte IOSCO i en pressemeddelelse, at et flertal af medlemmerne af Securities and Exchange Commission (SEC) ikke støttede offentliggørelsen af IOSCO's anbefalinger, men at der ikke var andre indvendinger, og IOSCO's bestyrelse vedtog rapporten.

Den 18. november 2012 offentliggjorde FSB en række konsultationspapirer, hvoraf det ene var et samlet overblik over de politiske anbefalinger vedrørende skyggebanksektoren. I sin rapport gav FSB sin tilslutning til IOSCO's anbefalinger som en effektiv ramme, der på alle områder kan styrke pengemarkedsforeningers modstandsdygtighed over for risici. Desuden tilsluttede FSB sig anbefalingen om, at pengemarkedsforeninger med stabil NAV bør omdannes til pengemarkedsforeninger med flydende (eller variabel) NAV, hvor dette er muligt. FSB bemærkede endvidere, at de sikkerhedsforanstaltninger, som kræves indført for at styrke pengemarkedsforeninger med stabil NAV's modstandsdygtighed over for stormløb, såfremt det ikke er muligt at omdanne dem til pengemarkedsforeninger med variabel NAV, i praksis bør have samme effekt som de tilsynsmæssige krav vedrørende kapital, likviditet m.m., der er pålagt bankerne som beskyttelse mod stormløb på deres indlån.

FSB meddelte, at det er planen inden september 2013 at udarbejde de endelige anbefalinger om skyggebanksektoren, herunder detaljerede anbefalinger fra alle fem arbejdsområder (hvoraf det ene er pengemarkedsforeninger). Selv om arbejdet med pengemarkedsforeninger er stort set afsluttet, kan nogle af de andre arbejdsområder, især vedrørende bankernes samspil med skyggebankenheder samt værdipapirudlån og repoer, også indvirke på reformer vedrørende pengemarkedsforeninger.

I **USA** blev der i 2010 vedtaget visse reformer vedrørende pengemarkedsforeninger. SEC gjorde samtidig opmærksom på, at disse reformer var det første skridt. I oktober 2010 udsendte præsidentens arbejdsgruppe en rapport, der opstillede yderligere politiske valgmuligheder, da 2010-reformerne i sig selv ikke kunne forventes at forhindre et stormløb. SEC blev derfor anmodet om at udarbejde yderligere strukturreformer. Imidlertid meddelte SEC's formand, Mary Schapiro, den 22. august 2012, at et flertal af medlemmerne af SEC ikke ville støtte forslaget fra SEC's stab om reformer af strukturen i pengemarkedsforeningssektoren.

Derfor anmodede den amerikanske finansminister, Timothy Geithner, den 27. september 2012 Financial Stability Oversight Council (FSOC) om at overtage det arbejde, som ikke ville blive gjort af SEC. Den 13. november 2012 sendte FSOC sine forslag til henstillinger om en pengemarkedsforeningsreform i offentlig høring. I disse henstillinger opstilles tre valgmuligheder, som ikke nødvendigvis udelukker hinanden: i) flydende NAV, ii) stabil NAV med NAV-buffer og en mindstesaldo med risiko (»minimum balance at risk«) og iii) stabil NAV med NAV-buffer og andre foranstaltninger. På nuværende tidspunkt er resultatet af den offentlige høring ikke kendt. Det er ligeledes uklart, om SEC vil handle i overensstemmelse med FSOC's henstillinger, især på baggrund af de vanskeligheder, som SEC mødte i det indledende arbejde, se ovenfor.

## 1.2 Europæiske initiativer

I maj 2010 offentliggjorde **Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg** (CESR, forløberen for ESMA, Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed) retningslinjer med henblik på at formulere en harmoniseret definition af begrebet »pengemarkedsforeninger« i Europa og indføre nye fælles standarder for at håndtere de fejl og mangler, der blev identificeret under den finansielle krise. Retningslinjerne opstillede en klassificering, der indeholdt to typer pengemarkedsforeninger: »korte pengemarkedsforeninger« (short-term money market funds, ST-MMF) og »pengemarkedsforeninger«, og fastlagde strenge standarder med hensyn til porteføljekvalitet og -løbetid, risikostyring og offentliggørelse af informationer. Retningslinjerne fra CESR/ESMA trådte i kraft i juli 2011 med en 6-måneders overgangsperiode for eksisterende foreninger og gælder for både foreninger, der er institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter eller UCITS), og andre foreninger (ikke-UCITS).

Retningslinjerne imødekommer allerede størstedelen af IOSCO's anbefalinger. Eksempelvis følger retningslinjerne IOSCO's anbefaling 1-3 og indeholder en klar definition af pengemarkedsforeninger, strenge regler om, hvilken type instrumenter pengemarkedsforeninger må investere i (herunder et forbud mod eksponering over for aktier), grænser for instrumenternes restløbetid samt grænser for porteføljens vægtede gennemsnitlige løbetid (weighted average maturity, WAM) og vægtede gennemsnitlige levetid (weighted average life, WAL). I tiden efter retningslinjernes ikrafttrædelse, dvs. i de sidste måneder af 2011, blev et betydeligt antal foreninger, der oprindeligt var markedsført som pengemarkedsforeninger, omdøbt og flyttet til andre kategorier af foreninger.

De gældende europæiske lovrammer lever allerede godt op til IOSCO's anbefalinger om likviditetsstyring (anbefaling 6-8). I henhold til direktiv 2010/43/EU om institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) og direktiv 2011/61/EU om forvaltere af alternative investeringsfonde skal der udføres regelmæssige likviditetsstresstests.

Endelig bør det nævnes, at UCITS-lovrammen allerede tager højde for spørgsmål som risikospredning, risikobegrænsning, og hvilke aktiver der kan anvendes.

Retningslinjerne fra CESR/ESMA tager imidlertid ikke højde for alle IOSCO's anbefalinger og heller ikke for alle de problemer, som ifølge IOSCO er forbundet med pengemarkedsforeninger. Især er det stadig tilladt for korte pengemarkedsforeninger at anvende CNAV. Endvidere må pengemarkedsforeninger anvende opgørelse til amortiseret kostpris til værdiansættelse af instrumenter med en fast restløbetidsgrænse på 397 dage, hvilket også kan skabe risici og mindske prisgennemsigtigheden. Desuden er sponsorstøtte på nuværende tidspunkt ikke omfattet af regulering eller af rapporteringskrav, hvorfor tilsynsmyndighederne ikke har adgang til informationer herom.

Som supplement til de europæiske reguleringsrammer har **branchen** formuleret bedste praksis i form af en adfærdskodeks for Institutional Money Market Funds Association (IMMFA). Ifølge denne kodeks skal CNAV-pengemarkedsforeninger mindst en gang om ugen overvåge forskellen mellem deres offentliggjorte priser og værdiansættelser til markedsværdi (den såkaldte skyggepris). Der bør være eskaleringsprocedurer, primært via intern rapportering, for afvigelser på over 10 basispoint, 20 basispoint og 30 basispoint. Såfremt markedsværdien er 50 basispoint under pari, anses foreningen for at have lidt et »permanent værditab«. Disse tilfælde af store værditab, de såkaldte »breaking the buck«, skal alle indberettes til IMMFA.

Endelig undersøger **Kommissionen** behovet for yderligere reformer af reguleringen af pengemarkedsforeninger. I sin grønbog om skyggebanker (2012) belyser Kommissionen pengemarkedsforeningers rolle i skyggebanksystemet. Kommissionen har endvidere offentliggjort et høringsskild papir om fremtidige rammer for investeringsforeninger (2012). Et af afsnittene heri omhandler spørgsmålet om CNAV-pengemarkedsforeninger kontra VNAV-pengemarkedsforeninger, deres værdiansættelse, pengemarkedsforeningers rolle i forhold til systemisk risiko og anvendelse af kreditvurderinger. Kommissionen vil sandsynligvis komme med et lovforslag om pengemarkedsforeninger i 1. kvartal 2013. Desuden vedtog et udvalg i **Europa-Parlamentet** i oktober 2012 et forslag til beslutning om skyggebanker, der støtter IOSCO's anbefalinger og kræver, at CNAV-foreninger har en begrænset banklicens.

Som det vil fremgå af nedenstående, har pengemarkedsforeningssektoren i Europa et stort internationalt element. En af udfordringerne inden for de forskellige løbende internationale og europæiske initiativer er derfor at håndtere den potentielle risiko, der kan være resultatet, hvis reguleringsinitiativerne til at imødegå de systemiske risici, der skyldes pengemarkedsforeninger, ikke er ensartede.

## II. PENGEMARKEDSFORENINGER OG FINANSIEL STABILITET

Pengemarkedsforeninger er en vigtig del af skyggebanksektoren (FSB, 2011). De er investeringsprodukter, som er underlagt værdipapirreguleringen, men som ligner banker på den måde, at de foretager omlægning af løbetid og likviditet, og at investorer kan opfatte dem som et sikkert alternativ til bankindsud, navnlig CNAV-pengemarkedsforeninger. Pengemarkedsforeninger kan dog besidde mindre likvide aktiver, der kan udløbe langt senere end investorernes indløsninger samt indebære investeringsrisici. I modsætning til banker har pengemarkedsforeninger ikke adgang til det offentlige sikkerhedsnet. Principielt har de ingen eksplicit støtte fra deres sponsorinstitutioner, selv om der har været flere tilfælde, hvor sponsorerne aktivt har støttet nødlidende foreninger ex post.

En bred vifte af økonomiske forskningsresultater, især vedrørende det amerikanske marked, tyder på, at pengemarkedsforeningers adfærd og karakter gør dem sårbare over for destabiliserende stormløb, der hurtigt kan sprede sig blandt foreningerne. Dette kan svække likviditeten yderligere samt adgangen til kortfristet kredit, ikke mindst for banker, der anvender pengemarkedsforeninger som en vigtig finansieringskilde<sup>(1)</sup>. Risikoen for investorstormløb bunder primært i frontløberfordelen (»first-mover advantage«) og usikkerheden med hensyn til implicit og diskretionær sponsorstøtte.

### II.1 Frontløberfordel

Selv om frontløberfordelen er relevant for alle investeringsforeninger, anser mange den for særlig relevant for **CNAV-pengemarkedsforeninger**, da de giver mulighed for øjeblikkelig indløsning til en afrundet konstant pris (f.eks. 1 euro eller 1 dollar pr. andel)<sup>(2)</sup>. Der er derfor en risiko for, at prisen pr. andel ikke afspejler den sande værdi af foreningens underliggende portefølje i perioder med markedsstress eller bekymring med hensyn til den underliggende aktivkvalitet. Et element i denne fordel er, at anmodninger om tidlig indløsning betales til pari, også når aktivernes faktiske værdi

<sup>(1)</sup> Se også FSOC (2012) s. 17-28, som giver en systemisk risikoanalyse og et overblik over yderligere akademisk forskning, f.eks. Baba m.fl. (2009); Duygan-Bump m.fl. (undervejs); Gordon og Gandia (2012); Gorton og Metrick (2010), s. 261-297; Kacperczyk og Schnabl (2012); McCabe (2010); McCabe m.fl. (2012); Rosengren (2012); Scharfstein (2012); Squam Lake Group (2011).

<sup>(2)</sup> Jf. ESRB Occasional Paper (2012); FSB (2011); FSOC (2012); IOSCO (2012); Baba m. fl. (2009); Gorton og Metrick (2010); McCabe (2010).

potentielt er lavere. Dette betyder, at tab overføres til de øvrige ejere af andele, idet investorer, som indløser senere, bærer uforholdsmæssige tab. Denne frontløberfordel kan bidrage til destabiliserende stormløb. Usikkerhed om porteføljeaktiverne kvalitet kan give incitament til et stormløb, selv om markedsværdien rent faktisk ikke afviger fra pari. Risikoen for investorstormløb er særlig relevant for institutionelle investorer, da de har en stor risikoaversion og normalt reagerer hurtigere og mere massivt end detailinvestorer. Mere generelt kan CNAV-elementet øge risikoen for ustabilitet ved at give nogle investorer en forventning om, at de kan indløse deres andele til pari, i den tro, at andele i pengemarkedsforeninger svarer til kontanter og er uden risiko. Det kan derfor øge risikoen for stormløb, når en forening ikke lever op til disse forventninger, dvs. når værdien »breaks the buck« (falder under pari).

Selv om frontløberfordelen fortrinsvis vedrører CNAV-foreninger, viser erfaringer fra den finansielle krise, at investorer i **VNAV-foreninger** også kan have et incitament til at trække deres investeringer ud <sup>(1)</sup>. Da pengemarkedsforeninger ikke har 100 % likviditet på dagsbasis, er der naturligvis tilfælde, hvor investorernes indløsningskrav ikke kan imødekommes. Investorerne kan derfor stadig have et incitament til hurtig indløsning (som det er tilfældet med alle investeringsforeninger), fordi efterfølgende indløsninger kan tvinge foreningen til at sælge mindre likvide aktiver og muligvis lide tab. Incitamentet til et stormløb kan blive øget på grund af usikkerhed om værdiansættelsen, der også kan forekomme hos VNAV-foreninger.

## II.2 Sponsorstøtte

Adskillige studier viser, at der er blevet ydet støtte fra tredjemand, så længe der har eksisteret pengemarkedsforeninger <sup>(2)</sup>. I perioden 1980-2009 identificerede Moody's over 200 CNAV-pengemarkedsforeninger i USA og Europa, der modtog sponsorstøtte. Støtten toppede mellem 2007 og 2009, da over 60 foreninger (36 amerikanske og 26 europæiske) havde behov for hjælp, primært som følge af kreditforringelser/misligholdelse og likviditetsproblemer. Ifølge Moody's havde mindst 20 virksomheder, der forvaltede de såkaldte »prime funds« i USA og Europa, udgifter på ca. 12 mia. amerikanske dollar til at bevare værdien af deres CNAV-foreninger. Endvidere gjorde mindst to kapitalforvaltningsselskaber brug af deres moderselskabers balance og adgang til kredit hos Federal Reserve for at imødekomme indløsningskrav, mens to selskaber konsoliderede pengemarkedsforeningers aktiver på deres balancer (se også ESRB Occasional Paper, 2012).

Den amerikanske Reserve Primary Funds konkurs er et eksempel på den grundlæggende fejltagelse, det er at forlade sig på implicit og diskretionær støtte fra sponsorinstitutionen. Foreningen »broke the buck«, dvs. kunne ikke holde sin nettoaktivværdi på 1 dollar efter Lehman Brothers' konkurs (Lehman-eksponeringen udgjorde 1,2 % af dens NAV). Dette tab skabte straks et stormløb på foreningen, der udløste et mere omfattende stormløb på amerikanske pengemarkedsforeninger med meget store indløsninger i løbet af bare et par dage. Reserve Primary Funds sponsor var i sidste ende ikke i stand til at støtte foreningen, hvilket kan have skabt usikkerhed om sponsorstøtte generelt og forstærket stormløbet på pengemarkedsforeningerne. Begivenhederne skabte forstyrrelser på commercial paper-markedet og tvang de amerikanske myndigheder til at gribe ind med bl.a. oprettelsen af to likviditetsfaciliteter og en udvidelse af indskudsgarantidækningen.

Disse fakta giver et billede af sponsorstøttens betydning gennem tiden, men illustrerer også en potentiel brist. På samme måde kan usikkerhed om, hvorvidt der ville blive ydet støtte under den seneste krise, også have bidraget til stormløb. McCabe (2011) og Gordon og Gandia (2012) viser, at sponsorkapacitet er en vigtig faktor i investorernes adfærd. Gordon og Gandia (2012) dokumenterer, at CNAV-foreninger, som var forvaltet eller sponsoreret af potentielt skrøbelige virksomheder, oplevede en markant større udstrømning og en større risiko for investorstormløb. Der er også analytikere og kreditvurderingsbureauer, der tager højde for balancen og den finansielle styrke hos de institutioner, der tilbyder pengemarkedsforeninger. Denne støttes implicitte karakter og afhængighed af sponsorinstitutionens kapacitet kan skabe en

<sup>(1)</sup> Jf. Scott (2012), der anfører tal fra ICI, som viser, at franske VNAV-foreninger tabte ca. 40 % af deres aktiver over tre måneder fra juli 2007 til september 2007. Disse foreninger var dog ikke pengemarkedsforeninger ifølge fransk lov, men markedsført som »udvidede pengemarkedsforeninger«.

<sup>(2)</sup> Jf. Brady (2012) og Moody's (2010). IOSCO's høringsrapport (april 2012) kommer også nærmere ind på SEC's konklusioner vedrørende sponsorstøtte: I perioden fra august 2007 til 31. december 2008 modtog næsten 20 % af alle pengemarkedsforeninger ifølge det amerikanske SEC's stab støtte fra deres fondsforvaltere eller tilknyttede selskaber.

usikkerhed blandt markedsdeltagerne, som kan gøre pengemarkedsforeninger mere sårbare over for stormløb. Generelt set kan en ordning, der forlader sig på implicite og diskretionære garantier fra tredjemand, anses for at være ustabil, da garanten ikke internaliserer omkostningerne til den implicite ordning (McCabe, 2011).

### II.3 De aktuelle økonomiske forhold

De aktuelle forhold med lave renter rejser spørgsmål om, hvorvidt pengemarkedsforeninger er i stand til at opretholde deres CNAV. Efter ECB's rentenedsættelse i juli 2012 skete der et omfattende, hurtigt fald i afkastene på de kortfristede gældsinstrumenter, som europæiske pengemarkedsforeninger investerer i. Der var endog tale om negative afkast. Da der ikke er plads til tab i CNAV-strukturen, tvang situationen nogle forvaltere af CNAV-pengemarkedsforeninger til at suspendere tegningen af andele, mens andre foreninger besluttede at gøre NAV'en flydende, i hvert fald indirekte. I nogle tilfælde reduceres antallet af andele, der ejes af investorer, i stedet for at nedsætte prisen pr. andel, hvilket indebærer faktiske tab for investorerne. Eksempelvis meddelte JPMorgan Chase i oktober 2012, at selskabet ville bruge denne metode til at håndtere investorerens tab i dets to store europæiske pengemarkedsforeninger (Euro Liquid Fund med 4 mia. euro i aktiver under forvaltning (AuM) og Government Liquidity Fund med 13 mia. euro). Der blev tilføjet en ny »flex«-kategori af andele til disse foreninger, således at ejerandelene holdes stabilt på 1 euro pr. andel, mens der trækkes andele fra den samlede konto for at dække driftsomkostninger og negative afkast.

## III. DEN EUROPÆISKE PENGEMARKEDSFORENINGSSSEKTORS STRUKTUR

For at vurdere, hvordan pengemarkedsforeninger påvirker den finansielle stabilitet (jf. den mere overordnede gennemgang af begreberne i afsnit II), og hvilken effekt de ESRB-henstillinger, som præsenteres i afsnit IV, kan have, tegnes der i dette afsnit et detaljeret billede af den europæiske pengemarkedsforeningssektor på grundlag af en kvantitativ analyse.

Ifølge ECB's statistikker udgjorde europæiske pengemarkedsforeningers AuM ca. 1 billion euro pr. juni 2012, næsten det samme som i 2011, efter at have toppet på 1,4 billioner euro i 2008. Antallet af foreninger faldt også fra over 1 300 i 2011 til 1 171 i juni 2012. En del af den seneste nedgang skete i form af en konsolidering af branchen efter gennemførelsen af retningslinjerne fra CESR/ESMA, nævnt i afsnit I.2.

Ca. 95 % af de europæiske pengemarkedsforeninger er koncentreret i tre lande, Frankrig (marksandel på 39 % målt i AuM), Luxembourg (31 %) og Irland (25 %). I forhold til euroområdet's samlede investeringsforeningssektor tegnede pengemarkedsforeninger sig for ca. 15 % af de samlede AuM pr. juni 2012. Frankrig har den højeste andel med omkring 38 %. I Irland udgør pengemarkedsforeningernes aktiver ca. 32 % og i Luxembourg 11 % af det samlede investeringsforeningsmarked. EU-pengemarkedsforeningers AuM udgør dog kun 2,5 % af de samlede aktiver i euroområdet's MFI-sektor (ekskl. centralbanker).

### III.1 ESRB's ad hoc-spørgeskemaundersøgelse

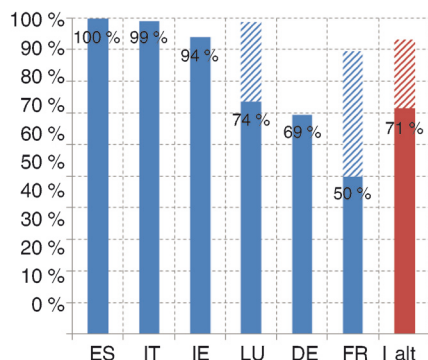
For at indsamle mere specifikke informationer end dem, der er tilgængelige via ECB's statistikker, gennemførte ESRB en ad hoc-spørgeskemaundersøgelse om pengemarkedsforeninger, hvori der også indgik data for individuelle foreninger. Dataene blev indsamlet »på bedst mulig måde« af seks lande (Frankrig, Tyskland, Irland, Italien, Luxembourg og Spanien) og vedrører situationen pr. ultimo juni 2012. Dataene indeholder informationer om balanceopdelingen efter foreningstype, dvs. CNAV-, korte VNAV- og andre VNAV-foreninger. Denne opdeling findes ikke i ECB's statistikker. Desuden indeholder undersøgelsen informationer for CNAV-foreninger om skyggeprisen for perioden juni 2007 – juni 2012.

ESRB's undersøgelse omfatter 71 % af sektorens AuM i de seks rapporterende lande, målt ved ECB's statistikker<sup>(1)</sup>. Yderligere — aggregerede — informationer blev indsamlet for yderligere 22 % af sektoren i disse lande. Disse ekstra data tager kun højde for opdelingen efter foreningernes type, forvalter og størrelse målt i AuM (se figur 1). Sammenlagt dækker dataene i undersøgelsen 93 % af pengemarkedsforeningssektoren i de seks lande (eller 89 % af pengemarkedsforeningssektoren i EU).

<sup>(1)</sup> Dækningen er en smule lavere for passiver på grund af manglende data om investorbasis for pengemarkedsforeninger i Tyskland.

Figur 1

## ESRB's undersøgelse: dækning i de enkelte lande (%)

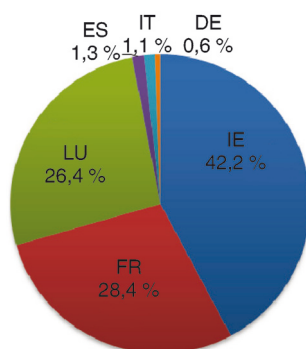


Kilde: ESRB's undersøgelse og ECB.

Anm.: Den tilsligtede dækning med hensyn til de samlede AuM i pengemarkedsforeninger med hjemsted i de enkelte lande var ca. 75 %. De skraverede områder angiver delvis indberetning (kun foreningstype). Den faktiske dækning er højere, når der tages højde for en vis dobbeltindberetning (f.eks. er dækningen 60 % for Frankrig, når »funds of funds« og »master-feeder funds« udelukkes).

Figur 2

## Undersøgelingsgrundlagets sammensætning (efter AuM, %)



Kilde: ESRB's undersøgelse.

Anm.: Kun en andel af den samlede indberetning.

Det fremgår af undersøgelsen, at CNAV-foreninger udgør ca. 43 % (eller 433 mia. euro) af de europæiske pengemarkedsforeningers samlede AuM. Omkring to tredjedele af disse foreninger har hjemsted i Irland (272 mia. euro) og en tredjedel i Luxembourg (161 mia. euro). Pengemarkedsforeningerne med hjemsted i Frankrig består af korte VNAV-foreninger (ST-VNAV) og andre VNAV-foreninger (dvs. VNAV-foreninger ekskl. ST-VNAV), der udgør henholdsvis 47 % og 36 %. I Tyskland, Italien og Spanien er pengemarkedsforeningerne næsten udelukkende af VNAV-typen. Hvad angår CNAV kontra VNAV, skal det bemærkes, at disse tal er baseret på en klassificering, som foreningerne i undersøgelsen selv har foretaget, da der ikke findes en juridisk eller statistisk definition af CNAV/VNAV. Nogle foreninger har både CNAV- og VNAV-andelskategorier.

Med hensyn til antallet af foreninger omfatter undersøgelsen 123 CNAV-foreninger i Luxembourg og Irland, som repræsenterer 13 % af antallet af foreninger i de seks lande, som var omfattet af undersøgelsen, men 45 % af deres samlede AuM (se tabel 1). Den dækker også 330 VNAV-foreninger (heraf 124 ST-VNAV) fra de seks lande.

Tabel 1

## AuM og antal foreninger opdelt efter type og land (mio. euro)

	Frankrig		Irland		Luxembourg		Spanien		Italien		Tyskland		I alt i undersøgelsen	
	Antal foren.	AuM	Antal foren.	AuM	Antal foren.	AuM	Antal foren.	AuM	Antal foren.	AuM	Antal foren.	AuM	Antal foren.	AuM
CNAV	0	0	65	272,992	58	160,976	0	0	0	0	0	0	123	433,968
	0,00 %	0,00 %	66,33 %	88,21 %	19,46 %	64,23 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	12,76 %	44,35 %
ST-VNAV	111	185,800	3	11,701	6	23,409	4	208	0	0	0	0	124	221,118
	25,52 %	47,00 %	3,06 %	3,78 %	2,01 %	9,34 %	5,63 %	2,31 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	12,86 %	22,60 %
VNAV	95	141,840	6	870 69- 2,30	7	19,375	67	8,774	13	7,855	18	4,213	206	190,763
	21,84 %	35,87 %	6,12 %	2,81 %	2,35 %	7,73 %	94,37 %	97,49 %	92,86 %	99,00 %	37,50 %	69,32 %	21,37 %	19,50 %
Andre VNAV	229	67,703	24	16,089	228	46,849	0	18	1	79	30	1,864	512	132,603
	52,64 %	17,13 %	24,49 %	5,20 %	76,51 %	18,69 %	0,00 %	0,20 %	7,14 %	1,00 %	62,50 %	30,68 %	53,11 %	13,55 %
UCITS	150	264,000	73	290,696	20	173,908	71	8,981	13	7,855	8	2,864	335	748,303
	34,48 %	66,78 %	74,49 %	93,93 %	6,71 %	69,39 %	100,00 %	99,80 %	92,86 %	99,00 %	16,67 %	47,12 %	34,75 %	76,48 %
Ikke-UCITS	56	66,443	1	2,705	4	10,577	0	0	0	0	10	1,349	71	81,074
	12,87 %	16,81 %	1,02 %	0,87 %	1,34 %	4,22 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	20,83 %	22,20 %	7,37 %	8,29 %
Findes ikke	229	64,900	24	16,070	274	66,125	0	18	1	79	30	1,864	558	149,056
	52,64 %	16,42 %	24,49 %	5,19 %	91,95 %	26,39 %	0,00 %	0,20 %	7,14 %	1,0 %	62,50 %	30,68 %	57,88 %	15,23 %
<b>I alt</b>	<b>435</b>	<b>395,343</b>	<b>98</b>	<b>309,471</b>	<b>298</b>	<b>250,610</b>	<b>71</b>	<b>8,999</b>	<b>14</b>	<b>7,934</b>	<b>48</b>	<b>6,077</b>	<b>964</b>	<b>978,434</b>

Kilde: ESRB's undersøgelse og ECB.

Anm.: Kategorien »I alt« henviser til ECB's statistikker om pengemarkedsforeningers balance og MFI-fortegnelsen. Kategorien »Andre VNAV« henviser til foreninger, der ikke er omfattet af undersøgelsen. Kategorien »Findes ikke« vedrørende franske foreninger henviser til medarbejderordninger, »feeder funds«, »funds of funds« og foreninger for kun en eller et begrænset antal investorer (»fonds dédiés«), som kan være både UCITS og ikke-UCITS.

### III.2 Gennemgang af pengemarkedsforeningernes aktiver

Hvad angår **økonomiske sektorer**, fremgår det af ECB's statistikker om pengemarkedsforeninger, at foreningerne primært investerer i MFI-sektoren. ESRB's undersøgelse bekræfter dette og viser en gennemsnitlig eksponering på 75 % over for MFI'er. Generelt er eksponeringerne ens i de forskellige typer af foreninger (se **tabel 2** og **figur 4**). Eksponeringen over for virksomhedssektoren er forholdsvis lille (10 %). Det fremgår ligeledes af ECB's statistikker, at gældsinstrumenter fra sektorens ikke-finansielle selskaber har udgjort en faldende andel af pengemarkedsforeningers aktivportefølje (se **figur 3**) i de seneste tre år. Hvad angår udstedere, fastsætter retningslinjerne fra CESR/ESMA begrænsninger med hensyn til kreditkvalitet. Europæiske pengemarkedsforeningers aktivallokering er derfor koncentreret om et forholdsvis lille antal bank- og ikke-bank-udstedelser af høj kvalitet (jf. FitchRatings, 2012).

Tabel 2

#### Investeringernes fordeling på foreningstype og sektor (som % af samlede aktiver)

	MFI'er	Ikke-finans. selskaber	Offentlig forvaltning og service	Andre finansielle formidlere
1-CNAV	73,9 %	9,7 %	13,7 %	2,7 %
2- Korte VNAV	79,7 %	11,2 %	8,4 %	0,7 %



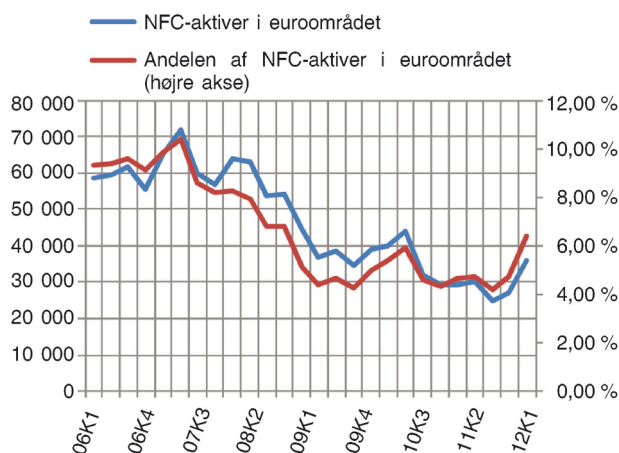
	MFI'er	Ikke-finans. selskaber	Offentlig forvaltning og service	Andre finansielle formidlere
3-VNAV (ekskl. ST-VNAV)	74,7 %	7,9 %	16,0 %	1,4 %
1- UCITS	75,4 %	9,3 %	13,2 %	2,1 %
2-Ikke-UCITS	73,7 %	12,6 %	12,5 %	1,2 %
Undersøgelse i alt	75,2 %	9,6 %	13,1 %	2,1 %
I alt fra ECB-data	75,5 %	6,6 %	11,1 %	6,9 %

Kilde: ESRB's undersøgelse og ECB.

Anm.: ECB i alt henviser kun til modparter i euroområdet.

Figur 3

Pengemarkedsforeningers eksponering over for ikke-finansielle selskaber (NFC) i euroområdet (mio. euro og %)



Kilde: ECB.

Anm.: Andelen af NFC-aktiver i euroområdet vedrører andelen af pengemarkedsforeningers aktiver udstedt af ikke-finansielle selskaber i euroområdet i forhold til pengemarkedsforeningers aktiver udstedt af alle residerter i euroområdet.

Ifølge opdelingen i tabel 2 udgør pengemarkedsforeninger en vigtig finansieringskilde for banker sammenlignet med andre sektorer. ECB's statistik om værdipapirudstedelser dokumenterer pengemarkedsforeningernes betydning, hvad angår kortfristet finansiering (dvs. med løbetid på under et år) af MFI'er i euroområdet. Som det fremgår af tabel 3, besidder de i euroområdet ca. 40 % af den kortfristede gæld udstedt af banker.

Tabel 3

Andelen af euroområdets MFI'ers samlede kortfristede gæld hos pengemarkedsforeninger i euroområdet (mio. euro og %)

Periode	Pengeforeningsaktiver	Værdipapirudstedelser	Andel
2010K2	320 802	734 187	43,7 %
2010K3	314 738	743 246	42,3 %
2010K4	299 593	572 050	52,4 %
2011K1	289 694	617 695	46,9 %
2011K2	245 488	582 244	42,2 %
2011K3	238 795	613 012	39,0 %

Periode	Pengeforeningsaktiver	Værdipapirudstedelser	Andel
2011K4	228 310	702 274	32,5 %
2012K1	258 594	710 553	36,4 %
2012K2	254 974	677 840	37,6 %

Kilde: ECB.

Desuden har VNAV-foreninger med hjemsted i Frankrig en betydelig eksponering over for den indenlandske MFI-sektor (banker og andre pengemarkedsforeninger), mens CNAV-foreninger i Irland har en betydelig eksponering over for MFI'er uden for EU (se **tabel 4** og **figur 4**). Foreninger med hjemsted i Luxembourg investerer derimod mest i EU-baserede MFI'er uden for Luxembourg. Endelig investerer pengemarkedsforeninger i Tyskland, Italien og Spanien, relativt set, mest i den indenlandske offentlige sektor.

Tabel 4

**Udvalgte opdelinger af pengemarkedsforeningers investeringer efter region/foreningstype og sektor (mio. euro)**

	MFI	NFC	Gov.	OFI	I alt
Indenlandsk	12 661	1 531	57	2	14 251
Andre EU	75 205	4 644	6 997	808	87 654
RoW	127 647	18 440	19 188	6 213	171 488
I alt	215 513	24 615	26 242	7 023	273 393

	MFI	NFC	Gov.	OFI	I alt
Indenlandsk	965	0	446	0	1 411
Andre EU	57 262	9 463	6 237	3 631	76 593
RoW	32 954	6 101	23 906	735	63 696
I alt	91 181	15 564	30 589	4 367	141 700

	VNAV-foreninger med hjemsted i Frankrig				
	MFI	NFC	Gov.	OFI	I alt
Indenlandsk	109 905	12 087	4 709	555	127 256
Andre EU	53 949	11 218	1 732	50	66 949
RoW	3 100	678	0	0	3 778
I alt	166 954	23 983	6 441	605	197 982

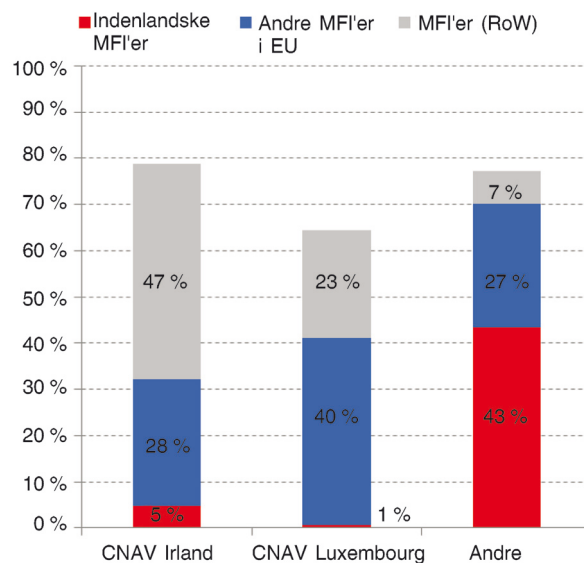
	Foren. med hjemsted i Tyskland, Italien og Spanien				
	MFI	NFC	Gov.	OFI	I alt
Indenlandsk	6 390	213	10 093	101	16 797
Andre EU	1 887	338	1 345	136	3 706
RoW	284	54	237	8	583
I alt	8 561	604	11 675	245	21 086

Kilde: ESRB's undersøgelse.

Anm.: Den samlede dækning er 65 % af AuM hos pengemarkedsforeninger med hjemsted i de seks rapporterende lande.

Figur 4

## Andel af investeringer i MFI'er efter geografisk oprindelse (%)



Kilde: ESRB's undersøgelse.

Anm.: »Andre« omfatter foreninger fra Frankrig, Italien, Spanien og Tyskland samt VNAV-foreninger fra Irland og Luxembourg. Dækningen er 100 % af ESRB's undersøgelse og ca. 70 % af EU-pengemarkedsforeningers samlede AuM.

For så vidt angår **aktivtype**, fremgår det af undersøgelsen, at pengemarkedsinstrumenter (f.eks. commercial paper, indskudsbeviser) er den vigtigste aktivklasse i pengemarkedsforeningernes porteføljer (se **tabel 5**). Reverse repoer, som anvendes af pengemarkedsforeninger til at stille likviditet til rådighed til gengæld for sikkerhedsstillelse, udgør præcis 9 % af de samlede AuM og gennemføres næsten alle med andre MFI-enheder. Asset-backed securities (ABS) udgør kun en lille andel. Procentdelen af »kontanter« (dvs. indskud med ingen eller ubestemt løbetid) udgør 6,6 % af aktiverne i undersøgelsesgrundlaget, men er dog højere for CNAV-foreninger med hjemsted i Irland (11 %) end for andre foreninger (f.eks. 2 % for CNAV-foreninger med hjemsted i Luxembourg og 2,5 % for ST-VNAV-foreninger med hjemsted i Frankrig).

Tabel 5

## Fordeling af investeringer på foreningstype og aktivinstrumenter (%)

	Kontanter	Penge-markeds instru- menter		Reverse repoer		ABS	Offentlig gæld	Andre instrument er/ikke opdelt
			heraf til MFI'er		heraf til MFI'er			
1-CNAV	7,9 %	58,1 %	48,9 %	11,4 %	11,3 %	1,1 %	13,7 %	7,9 %
2- Korte VNAV	4,0 %	77,5 %	67,3 %	5,8 %	5,8 %	0,1 %	8,4 %	4,5 %
3- VNAV (ekskl. ST- VNAV)	5,3 %	66,5 %	59,1 %	5,3 %	5,2 %	0,0 %	16,1 %	7,0 %
1- UCITS	6,4 %	62,9 %	54,1 %	9,7 %	9,6 %	0,7 %	13,2 %	7,3 %
2-Ikke-UCITS	8,9 %	73,6 %	61,1 %	1,2 %	1,2 %	0,1 %	12,6 %	4,1 %
I alt	6,6 %	63,7 %	54,7 %	9,0 %	9,0 %	0,7 %	13,1 %	7,0 %

Kilde: ESRB's undersøgelse.

Anm.: Andel som procent af de samlede AuM, som er omfattet af undersøgelsen. Kategorien »Kontanter« omfatter bankindskud uden løbetidsbegrænsning. Indskud med fast løbetid indgår i kategorien »Andre instrumenter«.

Undersøgelsen omfatter også **løbetidsdata** for pengemarkedsforeningers aktiver. Tilsyneladende har CNAV-foreninger en mere konservativ likviditetsprofil, da de opererer med kortere løbetider end andre foreninger. F.eks. udløber ca. 39 % (133 mia. euro) af CNAV-foreningers AuM inden for en uge sammenlignet med 22 % af korte VNAV-pengemarkedsforeningers AuM (primært i Frankrig) og 16 % af andre VNAV-pengemarkedsforeningers AuM (se **tabel 6**) <sup>(1)</sup>.

Tabel 6

## Opdeling af aktiver efter foreningstype og aktivernes løbetidsinterval (%)

	1 dag el. derunder/ på anfordring	> 1 dag; ≤ 1 uge	> 1 uge; ≤ 1 måned	> 1 måned; ≤ 3 måneder	> 3 måneder; ≤ 6 måneder	> 6 måneder; ≤ 1 år	> 1 år; ≤ 397 dage	> 397 dage (for MMFer undtagen ST-MMFer)	Dækning
1-CNAV	26,3 %	12,7 %	16,9 %	26,1 %	11,5 %	6,1 %	0,3 %	0,0 %	82 %
2- Korte VNAV	16,9 %	4,8 %	18,3 %	41,0 %	13,0 %	5,9 %	0,0 %	0,0 %	100 %
3- VNAV (ekskl. ST-VNAV)	12,4 %	3,3 %	13,5 %	32,7 %	20,4 %	16,3 %	1,5 %	2,4 %	99 %
1- UCITS	21,9 %	8,8 %	16,7 %	30,5 %	13,4 %	8,2 %	0,5 %	0,6 %	87 %
2-Ikke-UCITS	14,5 %	2,7 %	15,3 %	36,5 %	19,7 %	10,8 %	0,4 %	0,3 %	100 %
I alt	21,1 %	8,8 %	16,5 %	30,9 %	13,8 %	8,4 %	0,5 %	0,5 %	89 %

Kilde: ESRB's undersøgelse.

Anm.: Dækningen henviser til andelen af samlede AuM (som identificeret i undersøgelsen), og for hvilke der foreligger data om løbetidsopdeling. Kategorien »1 dag eller derunder« omfatter også indskud med ingen eller ubestemt løbetid.

Endelig giver ECB's statistikker også et overblik over foreningernes aktiver fordelt på valuta. Tallene i tabel 7 viser, at den største andel af aktiver hos irske pengemarkedsforeninger er denomineret i britiske pund, mens den største andel hos pengemarkedsforeninger med hjemsted i Luxembourg er denomineret i amerikanske dollar. Aktiver denomineret i andre valutaer end euro udgør en ubetydelig del af de samlede AuM hos foreninger i Frankrig, Tyskland, Italien og Spanien. Observationer peger på, at pengemarkedsforeninger ikke anvender betydelige valutamismatch.

Tabel 7

## Valutaopdeling af aktiver for pengemarkedsforeninger med hjemsted i Irland, Luxembourg og Frankrig (mio. euro og %)

	Aktivernes denomineringsvaluta	Indenlandske MF'ers gældsinstrumenter	Andre euro-landes MF'ers gældsinstrumenter	Indenlandske ikke-MF'ers gældsinstrumenter	Andre euro-landes ikke-MF'ers gældsinstrumenter	Gældsinstrumenter er uden for euroområdet	Indskud uden for euroområdet	Andre aktiver	I alt pr. valuta	% pr. valuta	
Irland	EUR	180	14 359	1 246	7 470	18 839	10 929		53 023	17,13 %	
	USD	176	9 157	5	542	66 759	18 737		95 376	30,82 %	
	GBP	108	25 300	285	2 596	86 313	32 525		147 127	47,54 %	
	CHF	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %	
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %	
	Findes ikke <sup>(1)</sup>								13 945	13 945	4,51 %
	I alt pr. kat.		464	48 816	1 536	10 608	171 911	62 191	13 945	309 471	100,00 %

<sup>(1)</sup> Procenttallene henviser til de samlede AuM i foreninger, der er dækket af ESRB's undersøgelse, og for hvilke der foreligger data om løbetidsopdeling (f.eks. 81 % af samlede AuM for CNAV-foreninger og 100 % for andre foreningskategorier). Disse procenttal kan derfor ændre sig, såfremt dækningen udvides til alle foreninger.

	Aktiverens denomineringsvaluta	Indenlandske MF'ers gældsinstrumenter	Andre euro-landes MF'ers gældsinstrumenter	Indenlandske ikke-MF'ers gældsinstrumenter	Andre euro-landes ikke-MF'ers gældsinstrumenter	Gældsinstrumenter uden for euroområdet	Indskud uden for euroområdet	Andre aktiver	I alt pr. valuta	% pr. valuta
Luxembourg	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 %
	Findes ikke <sup>(1)</sup>							35 022	35 022	13,97 %
	I alt pr. kat.	1 928	34 773	1 407	39 536	91 580	46 364	35 022	250 610	100,00 %
Frankrig	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 %
	Findes ikke <sup>(1)</sup>							89 757	89 757	22,70 %
	I alt pr. kat.	155 765	46 278	31 833	31 208	39 638	864	89 757	395 343	100,00 %

Kilde: ECB.

<sup>(1)</sup> Kategorien »Findes ikke« henviser til pengemarkedsforeningernes beholdninger af 1) aktier og andre kapitalandele (generelt ubetydelig), ii) andele i andre pengemarkedsforeninger og iii) øvrige aktiver. For Frankrigs vedkommende er komponent ii) betydelig, omkring 50 mia. euro, sandsynligvis denomineret i euro.

### III.3 Gennemgang af investorerne i pengemarkedsforeninger

ECB's statistikker om pengemarkedsforeninger giver kun et overordnet billede af sammensætningen af pengemarkedsforeningernes investorer, og fortrinsvis for euroområdet. Dataene fra ESRB's undersøgelse supplerer ECB's statistikker med yderligere informationer om sektoropdelingen af investorbasen, navnlig for investorer uden for euroområdet. Tabel 8 giver et overblik over den geografiske fordeling af pengemarkedsforeningernes investorer på region og foreningstype fra de to kilder.

Hvad angår den **geografiske fordeling**, har foreninger med hjemsted i Frankrig, Italien og Spanien en tydelig indenlandsk investorbase, mens foreninger med hjemsted i Irland og Luxembourg i langt højere grad forlader sig på udenlandsk efterspørgsel. Der er imidlertid visse uoverensstemmelser mellem de to datakilder med hensyn til den geografiske sammensætning af investorerne, især opdelingen af investorer i henholdsvis euroområdet/EU og resten af verden, hvad angår foreninger med hjemsted i Irland og Luxembourg (se **tabel 8**). Uoverensstemmelserne kan skyldes forskelle i dækningen, og at fondsforvalterne har objektive vanskeligheder med at klassificere deres investorers oprindelsesregion og -sektor. Ifølge dataene fra undersøgelsen tegner investorer uden for EU sig for en betydelig del af pengemarkedsforeningernes investorbase (41 %), hvilket er meget højere for Irlands vedkommende (70 %). Af de investorer uden for EU, som investerede i pengemarkedsforeninger i EU, valgte 90 % at investere i CNAV-foreninger. Endelig fremgår tyske pengemarkedsforeningers investorbase kun af ECB's statistikker. Ifølge disse består den fortrinsvis af indenlandske investorer.

Tabel 8

#### Sammenligning af den geografiske opdeling af investorer i europæiske pengemarkedsforeninger ifølge ECB's statistikker og ESRB's undersøgelse (mio. euro og %)

		Indenlandsk	Euroområdet (ekskl. indenlandsk)	EU ekskl. indenlandsk	Resten af verden <sup>(1)</sup>	Øvrige	I alt (EUR mio.)	Indenlandsk	Euroområdet (ekskl. indenlandsk)	EU ekskl. indenlandsk	Resten af verden
Frankrig	ECB-data	368 496	16 718	findes ikke	2 676	7 453	395 343	93 %	4 %	findes ikke	1 %
	Undersøg	193 645	findes ikke	2 475	67	findes ikke	196 187	99 %	findes ikke	1 %	0 %
Irland	ECB-data	15 789	36 487	findes ikke	252 693	4 502	309 471	5 %	12 %	findes ikke	82 %
	Undersøg.	17 018	findes ikke	71 563	202 364	findes ikke	290 945	6 %	findes ikke	25 %	70 %

		Inden-landsk	Euroområdet (ekskl. indenlandsk)	EU ekskl. indenlandsk	Resten af verden (1)	Øvrige	I alt (EUR mio.)	Indenlandsk	Euroområdet (ekskl. indenlandsk)	EU ekskl. indenlandsk	Resten af verden
Luxembourg	ECB-data	10 172	81 766	findes ikke	152 159	6 513	250 610	4 %	33 %	findes ikke	61 %
	Undersøg.	12 493	findes ikke	92 651	79 340	findes ikke	184 485	7 %	findes ikke	50 %	43 %
Italien	ECB-data	7 820	12	findes ikke	22	80	7 934	99 %	0 %	findes ikke	0 %
	Undersøg.	7 820	findes ikke	15	20	findes ikke	7 854	100 %	findes ikke	0 %	0 %
Spanien	ECB-data	8 860	72	findes ikke	28	39	8 999	98 %	1 %	findes ikke	0 %
	Undersøg.	8 881	findes ikke	100	0	findes ikke	8 981	99 %	findes ikke	1 %	0 %
Tyskland	ECB-data	4 120	1 547	findes ikke	384	26	6 077	68 %	25 %	findes ikke	6 %
	Undersøg.	findes ikke	findes ikke	findes ikke	findes ikke	findes ikke	findes ikke	findes ikke	findes ikke	findes ikke	findes ikke
I alt	ECB-data	435 941	137 229	findes ikke	408 653	18 736	1 000 559	44 %	14 %	findes ikke	41 %
	Undersøg.	239 857	findes ikke	166 804	281 791		688 452	35 %	findes ikke	24 %	41 %

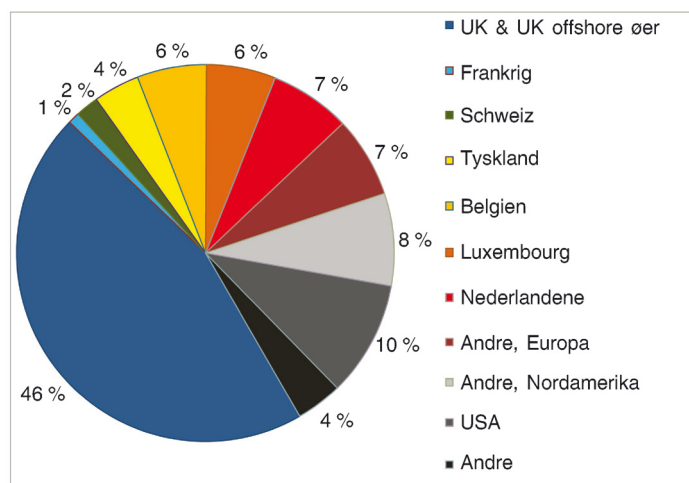
Kilde: ESRB's undersøgelse og ECB.

(1) Svare til resider uden for EU i ESRB's undersøgelse og resider uden for euroområdet i ECB's datasæt.

Usikkerheden med hensyn til dataene om investorbasen fremgår ligeledes af data fra IMMFA, som viser en langt mindre andel af investorer med hjemsted uden for EU for CNAV-foreninger i EU (se figur 5).

Figur 5

Investorer i pengemarkedsforeninger i IMMFA opdelt efter land (december 2010)



Kilde: IMMFA (nævnt i ESRB Occasional Paper, 2012).

Med hensyn til **sektoropdelingen** af investorbasen for pengemarkedsforeninger i EU (se tabel 9) viser undersøgelsen MFI-sektorens betydning som investor (32 % af investorbasen). Virksomhedssektoren er den næststørste med en andel på 21 %, efterfulgt af sektoren forsikringselskaber og pensionskasser (ICPF) med 13 % og andre finansielle institutioner (OFI, dvs. andre investeringsforeninger, hedgefonde) med 12 %. Pengemarkedsforeninger er derfor ikke kun en vigtig finansieringskilde for banker, men banker er også selv betydningsfulde investorer i pengemarkedsforeninger.



Tabel 9

## Investorbase for udvalgte kategorier af foreninger (mio. euro og %)

Foreningstype	Rapporterende lande	I ALT (EUR mio.)	MFI	NFC	OFI	ICPF	HH	Andre eller ikke relevant	Dækning <sup>(1)</sup>	Justeret dækning
1-CNAV	Irland	272 962	<b>37,8 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>22,0 %</b>	3,2 %	0,1 %	26,3 %	100,0 %	73,7 %
	Luxembourg	141 700	<b>48,8 %</b>	<b>32,5 %</b>	1,5 %	3,1 %	<b>13,5 %</b>	0,6 %	88,0 %	87,5 %
2- Korte VNAV	Frankrig	103 389	14,7 %	22,4 %	1,1 %	50,7 %	5,1 %	6,0 %	55,6 %	49,7 %
	Andre lande	35 598	21,5 %	11,2 %	31,9 %	24,7 %	1,1 %	9,5 %	100,0 %	90,5 %
3- VNAV (excl. ST-VNAV)	Frankrig	92 798	<b>25,5 %</b>	<b>44,0 %</b>	5,7 %	10,0 %	5,7 %	9,1 %	65,4 %	56,3 %
	Andre lande	44 710	8,7 %	3,0 %	5,5 %	10,2 %	<b>55,0 %</b>	17,5 %	100,0 %	82,5 %
1- UCITS	Alle lande	636 383	34,4 %	20,2 %	12,7 %	10,6 %	7,1 %	15,0 %	99,4 %	84,4 %
2-Ikke-UCITS	Alle lande	54 774	7,4 %	29,1 %	2,3 %	37,8 %	17,6 %	5,8 %	97,6 %	91,8 %
I alt	Alle lande	691 157	32,2 %	20,9 %	11,9 %	12,7 %	7,9 %	14,3 %	70,6 %	56,4 %

Kilde: ESRB's undersøgelse.

<sup>(1)</sup> Dækningen efter foreningstype er beregnet med henvisning til summen af fuldstændig og delvis indberetning. Dækning for »i alt« er beregnet i forhold til den samlede foreningspopulation i de seks rapporterende lande ifølge ECB's data. Justeret dækning er den samlede dækning ekskl. kategorien »Andre eller ikke relevant«. Felter med **fed** skrift vedrører tal på over 20 mia. euro.

Hvis man ser på **nationale karakteristika**, viser dataene en dominans af MFI-investorer i CNAV-foreninger med hjemsted i Luxembourg og Irland. Irske CNAV-foreninger er også meget relevante for OFI-investorer uden for EU (22 %). Forsikringselskaber og pensionskasser er de primære investorer i ST-VNAV-foreninger med hjemsted i Frankrig. Den største koncentration af ikke-finansielle selskabers investeringer i pengemarkedsforeninger forekommer i CNAV-foreninger med hjemsted i Luxembourg (46 mia. euro), VNAV-foreninger ekskl. ST med hjemsted i Frankrig (41 mia. euro) og irske CNAV-foreninger (29 mia. euro). Endelig tilhører langt størstedelen af pengemarkedsforeningsinvestorer i Spanien og Italien husholdningssektoren. Det samlede tal for EU-husholdningers investeringer i pengemarkedsforeninger for de seks rapporterende lande er 32 mia. euro. En betydelig del af husholdningsinvestorer uden for EU investerer i CNAV-foreninger i Luxembourg (16 mia. euro).

#### III.4 Sektorens koncentration

Den europæiske pengemarkedsforeningssektor er temmelig koncentreret, navnlig CNAV-foreninger. Ifølge undersøgelsen har de 10 største CNAV-foreninger i Europa — ud af i alt 123 foreninger — en markedsandel på ca. 55 %, svarende til 226 mia. euro (se **tabel 10**). Det tilsvarende tal for de 10 største VNAV-foreninger er 33 %, som alle, bortset fra en enkelt, har hjemsted i Frankrig. Hvad angår ikke-UCITS-foreninger, har de 10 største foreninger 74 % af markedsandelen <sup>(1)</sup>.

Tabel 10

## Koncentrationen af de 3, 5, 10 og 20 største foreninger for udvalgte kategorier af foreninger (%)

Foreninger	CNAV, Irland	CNAV, Luxembourg	Frankrig	Alle CNAV	Alle VNAV	UCITS	Ikke-UCITS	Alle foren.
3 største	26,10 %	65,40 %	16,70 %	27,60 %	15,10 %	16,50 %	46,10 %	12,30 %
5 største	38,40 %	77,30 %	23,10 %	36,50 %	21,10 %	22,70 %	55,70 %	17,60 %
10 største	64,00 %	86,80 %	35,90 %	55,50 %	32,80 %	34,40 %	73,70 %	26,80 %

<sup>(1)</sup> Dette skyldes hovedsagelig en stor VNAV-forening med hjemsted i Frankrig, der udgør 35 % af ikke-UCITS-foreninger i undersøgelsen.

Foreninger	CNAV, Irland	CNAV, Luxembourg	Frankrig	Alle CNAV	Alle VNAV	UCITS	Ikke-UCITS	Alle foren.
20 største	84,30 %	ikke rel.	50,50 %	77,60 %	48,10 %	52,20 %	88,80 %	40,60 %

Kilde: ESRB's undersøgelse.

Anm.: For kategorierne »Frankrig« og »Alle foreninger« er andelen beregnet i forhold til de samlede AuM, der er indberettet i ECB's statistik for de rapporterende lande. For alle andre kategorier vedrører andelen de samlede AuM i foreninger, for hvilke de tilsvarende informationer (CNAV eller CNAV, UCITS eller ikke-UCITS) foreligger, henholdsvis 89 % og 82 % af de samlede AuM.

En analyse af koncentrationen af administrerende koncerner viser, at de fem største koncerner, der administrerer pengemarkedsforeninger i Europa, udgør 40 % af den samlede pengemarkedsforeningssektor i EU, mens de ti største udgør 54 %. CNAV-foreningssektoren er endnu mere koncentreret, idet de fem største koncerner udgør 87 % af forretningsomfanget i Luxembourg og 59 % i Irland. For så vidt angår ikke-UCITS-foreninger, administrerer de tre største aktører i Europa ca. 67 % af sektoren. Ud af de ti største koncerner i Europa er syv knyttet til banker (herunder fire af de fem største), to er uafhængige fondsforvaltere, og den ene tilhører en forsikringskoncern.

Tabel 11

**Koncentrationen af pengemarkedsforeninger efter administrerende koncern (%)**

Sponsor	CNAV, Irland	CNAV, Luxembourg	Frankrig	Alle CNAV	Alle VNAV	UCITS	Ikke-UCITS	Alle foren.
3 største	43,9 %	84,1 %	46,2 %	51,1 %	43,9 %	37,9 %	67,0 %	30,0 %
5 største	59,3 %	86,8 %	58,6 %	61,1 %	55,7 %	47,1 %	77,0 %	40,5 %
10 største	73,8 %	ikke rel.	71,1 %	81,6 %	70,2 %	62,3 %	91,9 %	53,6 %

Kilde: ESRB's undersøgelse.

Anm.: Andele for kategorierne »Frankrig« og »Alle foreninger« er beregnet i forhold til de samlede AuM, der er indberettet til ECB's statistikker for de rapporterende lande. For alle andre kategorier henviser andele til de samlede AuM i foreninger, for hvilke de tilsvarende informationer (CNAV eller VNAV, UCITS eller ikke-UCITS) foreligger, henholdsvis 89 % og 82 % af de samlede AuM.

### III.5 CNAV-foreningers afvigelser fra paritet

Europæiske pengemarkedsforeninger har haft afvigelser mellem deres skyggepris og den konstante pris (dvs. at de led urealiserede mark to market-tab). Ifølge ESRB's undersøgelse havde 18 CNAV-foreninger, ud af et udsnit på 76 foreninger (med AuM på 414 mia. euro), afvigelser på op til 10 basispoint, og 15 CNAV-foreninger havde afvigelser på over 10 basispoint i perioden fra juni 2007 til juni 2012 (se tabel 12). Desuden tegner 13 af de 15 CNAV-foreninger, som havde afvigelser på over 10 basispoint, sig for ca. 72 mia. euro af AuM<sup>(1)</sup>. Dette antal omfatter tre af de ti største foreninger i ovennævnte udsnit. For nogle foreninger var afvigelsen dog begrænset til kreditbegivenheden efter Lehman-konkursen i 2008. Det bør bemærkes, at disse data omfatter både perioderne før og efter CESR's/ESMA's reform af reguleringen af pengemarkedsforeninger, og at afvigelser, der optrådte i disse perioder, ikke kan udskilles fra undersøgelsesdataene.

Tabel 12

**CNAV-foreningers afvigelser fra paritet i perioden juni 2007 — juni 2012 (mio. euro og %)**

Afvigelse	I alt	Med data om størrelse			
	Antal foreninger	Antal foreninger	NAV i alt	Andel	3 største NAV
Op til 10 basispoint	18	13	77,872	28,0 %	45,935
11 basispoint eller derover	15	12	72,253	26,5 %	45,935

Kilde: ESRB's undersøgelse.

Anm.: Antal afvigelser fra paritet i perioden juni 2007 — juni 2012. Dækning: 78 CNAV (data om foreningens størrelse forelå kun for 65 foreninger).

<sup>(1)</sup> Der foreligger ikke data for de to øvrige CNAV-foreninger.

#### IV. ESRB'S HENSTILLINGER

##### IV.1 Henstillingerne anvendelsesområde

Det **politiske formål** med ESRB's henstillinger er at reducere de risici for den finansielle stabilitet, som skyldes penge-markedsforeninger med hjemsted i EU som følge af deres banklignende egenskaber og deres sårbarhed over for investorstormløb (navnlig CNAV-foreninger). Et andet formål med henstillingerne er at sikre en korrekt og konsekvent gennemførelse af de relevante IOSCO-anbefalinger i Europa.

Kommissionen tilkendegav sine planer om at udarbejde EU-dækkende lovforanstaltninger vedrørende UCITS og penge-markedsforeninger. I overensstemmelse med målet om en harmoniseret gennemførelse i EU er Kommissionen den eneste **adressat** for ESRB's henstillinger. Kommissionen kan søge rådgivning hos de europæiske tilsynsmyndigheder (ESA'er) — især ESMA — angående gennemførelsen af ESRB's henstillinger og kan for at sikre en harmoniseret anvendelse af henstillingerne anmode dem om at udarbejde de nødvendige tekniske standarder, retningslinjer og henstillinger (herunder skemaer til indberetning og offentliggørelse af oplysninger). Opstilling af tekniske standarder vedrørende regulering af pengemarkedsforeninger ligger uden for dette bilags rammer.

I overensstemmelse med den tidsplan, der er fastsat for reformen af UCITS-rammerne, opfordres Kommissionen til at aflægge rapport til ESRB inden udgangen af juni 2013 og juni 2014 om, hvordan gennemførelsen af henstillingerne skrider frem. Angående henstilling A gives desuden forslag til overgangsordninger.

Med hensyn til, hvilke **foreninger der er dækket**, følger ESRB's henstillinger IOSCO's anbefalinger og er målrettet institutter for kollektiv investering med hjemsted i EU, som tilbydes/sælges til investorer med henblik på at bevare kapitalen, tilvejebringe daglig likviditet og sigte mod afkast, der svarer til pengemarkedsrenten. De vedrører især fonde, der bærer betegnelsen eller sælges som en pengemarkedsforening eller med en pengemarkedsforenings karakteristika (dvs. med det formål at bevare kapitalværdien, med daglige indløsninger og pengemarkedsrenter) eller fonde, der sælges på en måde, som giver dette indtryk (f.eks. fonde, der sælges som kontanter, likvide fonde eller likviditetsfonde eller fonde med en kort løbetid). Såfremt der ikke udtrykkeligt henvises til foreningens type (f.eks. CNAV, VNAV, kort pengemarkedsforening, UCITS og ikke-UCITS), tager ESRB's henstillinger sigte på at dække alle typer europæiske pengemarkedsforeninger som defineret ovenfor, uanset deres navn og gældende reguleringsrammer.

De enkelte henstillinger gennemgås i detaljer i det nedenstående sammen med en økonomisk begrundelse og en vurdering af mulige fordele og ulemper samt den potentielle markedspåvirkning, hvor dette er muligt. Til denne vurdering er der gjort udstrakt brug af forskningspapirer, resultaterne af en særlig dataindsamling og drøftelser med markedsdeltagere.

##### IV.2 Henstilling A — Obligatorisk overgang til variabel nettoaktivværdi

**Det henstilles, at Kommissionen sikrer, at den relevante EU-lovgivning:**

1. **kræver, at pengemarkedsforeninger har en svingende nettoaktivværdi**
2. **kræver, at pengemarkedsforeninger generelt anvender værdiansættelse til dagsværdi og kun anvender opgørelse til amortiseret kostpris under et begrænset antal på forhånd definerede omstændigheder.**

###### IV.2.1 Økonomisk begrundelse

###### a) Politiske muligheder

En vigtig systemisk risikofaktor, som skal tages i betragtning i forbindelse med pengemarkedsforeninger, er, at det er skyggebankenheder, der udfører en økonomisk funktion, som ligner bankernes. Selv om der føres tilsyn med markedet, svarer deres juridiske form ikke til bankernes, og der gælder andre reguleringsrammer end for banker (se afsnit II).

IOSCO's anbefalinger (oktober 2012), der er godkendt af FSB, tager sigte på håndteringen af denne problematik. I sit høringsdokument (november 2012) om reformer vedrørende skyggebankssektoren giver FSB sin tilslutning til IOSCO's arbejde. Ifølge dette dokument kan risiciene imødegås på to måder: i) ved at fjerne de egenskaber ved pengemarkedsforeninger, der gør dem mere udsat for investorstormløb, dvs. fjerne de indskudslignende karakteristika, som de har til fælles med banker, ii) ved at tillade pengemarkedsforeninger at beholde deres indskudslignende karakteristika, idet der samtidig gennemføres risikodæmpende foranstaltninger i lighed med tilsynsreguleringen af banker.

Den første mulighed ville kræve ændringer af værdiansættelsen af andele i pengemarkedsforeninger for at fjerne de indskudslignende elementer. Værdiansættelsen af andelen skulle således i højere grad afspejle værdien af pengemarkedsforeningernes underliggende aktiver. Dette indebærer, at pengemarkedsforeninger skal bruge VNAV-modellen og generelt

anvende værdiansættelse til dagsværdi. En eventuel fortsat anvendelse af opgørelse til amortiseret kostpris bør ikke give mulighed for, at aktivernes værdi kan variere væsentligt fra dagsværdien. Alternativt kan man tillade pengemarkedsforeninger at fortsætte med at anvende CNAV-modellen, men på betingelse af, at reguleringen bringes mere i overensstemmelse med bankreguleringen. De ville især skulle fungere med krav svarende til de tilsynsmæssige krav vedrørende kapital, likviditet m.m., som gælder for banker og beskytter dem mod indskyderstormløb.

Dette er afspejlet i IOSCO's anbefaling 10: »Pengemarkedsforeninger, der tilbyder en stabil NAV, bør underlægges foranstaltninger med henblik på at reducere de specifikke risici, som er forbundet med deres stabile NAV, og internalisere de omkostninger, som skyldes disse risici. Hvor det er muligt, bør tilsynsmyndighederne kræve en omdannelse til flydende/variabel NAV. Alternativt bør der indføres sikkerhedsforanstaltninger for at gøre pengemarkedsforeninger med stabil NAV mere robuste og modstandsdygtige over for omfattende indløsninger.« I ovennævnte høringsdokument fra november 2012 tilføjer FSB desuden, at de påkrævede sikkerhedsforanstaltninger, såfremt denne omdannelse ikke er mulig, »funktionsmæssigt bør have den samme effekt som de tilsynsmæssige krav vedrørende kapital, likviditet m.m., som gælder for banker for at beskytte dem mod stormløb på deres indskud«. Desuden anføres i IOSCO's anbefaling 4, at »pengemarkedsforeninger bør anvende dagsværdiprincippet ved værdiansættelsen af værdipapirerne i deres portefølje. Den amortiserede kostprismetode bør kun anvendes i begrænsede tilfælde.«

I forbindelse med overvejelserne omkring en omdannelse fra CNAV til VNAV bør der tages nøje hensyn til den aktuelle internationale udvikling (se afsnit I.1). Ifølge planen skal FSB færdiggøre sin pakke af anbefalinger om skyggebankssektoren i september 2013 (FSB, november 2012). På baggrund af markedernes indbyrdes forbundethed og skyggebankssektorens stærke adaptive kapacitet kan det argumenteres, at forslag vedrørende skyggebankssektoren, som pengemarkedsforeninger er en del af, bør være omfattende, og at en sporadisk eller ufuldstændig tilgang hurtigt ville medføre arbitrage. FSB har udtalt, at det efter at have færdiggjort anbefalingerne vil arbejde på procedurene for at sikre, at de forskellige politiske anbefalinger om skyggebankssektoren gennemføres korrekt. FSB overvejer dog ikke at arbejde videre på selve anbefalingerne om pengemarkedsforeninger.

I overensstemmelse med pengemarkedsforeningernes produkts grundlæggende karakter er det foretrukne politiske valg at styrke pengemarkedsforeningers investeringslementer og reducere deres bank-/indskudslignende elementer med en obligatorisk omdannelse af CNAV-foreninger til VNAV-foreninger. Ræsonnementet for at gå videre end IOSCO's anbefaling 10 er det mindskede incitament til stormløb for investorer, en øget prisgennemsigtighed og en mindsket indbyrdes forbundethed. Disse faktorer gennemgås nærmere nedenfor.

#### b) Reduktion af risici

Selv om investorstormløb kan opstå med alle typer foreninger, der har løbetids- eller likviditetsmismatch, har CNAV-foreninger karakteristika, der muligvis kan gøre en investor mere tilbøjelig til at søge at opnå en »frontløberfordel« i perioder med markedsstress (se afsnit II.1). En omdannelse til VNAV vil reducere de specifikke risici, der er forbundet med CNAV-foreninger og virkningerne af en kreditbegivenhed. VNAV-modellen kan betyde, at **kapitalejerne har mindre incitament til stormløb**, når en forening har haft et beskedent tab. Som beskrevet i afsnit II kan selv små tab forårsage et stormløb på en pengemarkedsforening, som kan sprede sig til andre pengemarkedsforeninger. Den frontløberfordel, der opstår, når der anvendes opgørelse til amortiseret kostpris og afrunding af NAV, kan reduceres ved at tvinge kapitalejerne til at indløse deres andele til en NAV, som afspejler aktuelle tab, således at overførslen af tab til de øvrige kapitalejere begrænses.

Hvis foreningerne går væk fra modellen med amortiseret kostpris og afrunding, kan det også skabe **prisgennemsigtighed** for investorerne, da det giver mulighed for udsving i priserne på andelene, ligesom i andre institutter for kollektiv investering, og kan give investorerne en bedre indsigt i de risici, der er forbundet med disse foreninger, og hvordan de adskiller sig fra indskud. Det kan derfor mindske investorernes forventninger om, at pengemarkedsforeninger ikke er sårbare over for tab, og reducere den eventuelle risiko for et stormløb, når en forening ikke lever op til disse forventninger. Investorerne vil sandsynligvis snarere forvente, og derfor acceptere, regelmæssige udsving, som det er tilfældet med andre investeringsprodukter, fordi et fald i markedspriserne ikke nødvendigvis vil signalere, at værdipapirer i porteføljen snart vil miste værdien<sup>(1)</sup>. VNAV kan reducere usikkerheden omkring kvaliteten af porteføljeaktiver, da dette vil være afspejlet i NAV.

<sup>(1)</sup> I løbet af sommeren 2011 sås f.eks. udsving i værdien af europæiske VNAV-pengemarkedsforeninger som følge af ændrede markedsforhold og større volatilitet. Disse udsving havde dog kun en mindre effekt på indløsningerne, hvilket tyder på, at investorer accepterer midlertidige variationer (også negative) i deres foreningers NAV.

I pengemarkedsforeninger, der investerer i meget korte løbetider med mindre kredit- og renterisiko, vil denne lavere risiko formodentlig komme til udtryk i en NAV med færre udsving. Da investorerne vil kunne sammenligne dag til dagværdiudsving under forskellige markedsforhold, vil informationerne hjælpe dem med at træffe beslutninger, der bedst matcher deres præferencer med hensyn til risiko og udbytte.

Selv om ovennævnte frontløberfordel kan blive mindsket, kan der stadig være et incitament til at indløse andele før andre, selv om det er blevet mindre. En pengemarkedsforening har ikke 100 % likviditet på daglig basis, så der kan være ekstreme tilfælde, hvor investorer ikke kan få indløst deres andele. I tilfælde af meget omfattende indløsninger kan investorerne derfor stadig have et incitament til at indløse andele (som det er tilfældet med enhver investeringsforening), fordi efterfølgende indløsninger kan tvinge foreningen til at sælge mindre likvide aktiver og muligvis lide tab. Desuden kan usikkerhed om værdiansættelsen, som også forekommer i VNAV-foreninger, bidrage til risikoen for stormløb.

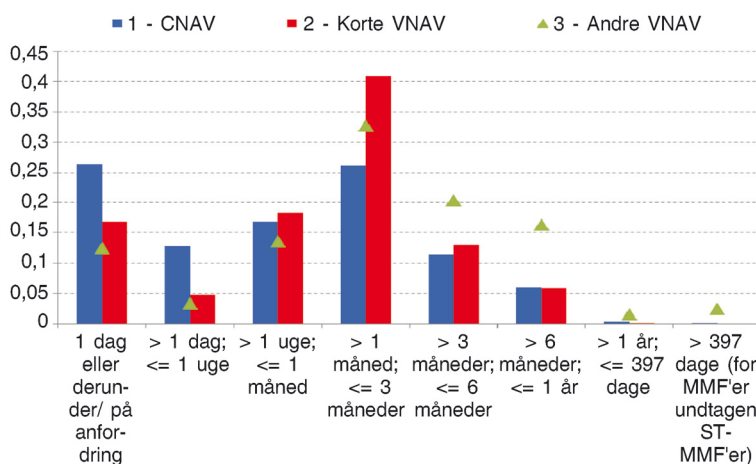
For at begrænse disse risici yderligere, også i forbindelse med VNAV-foreninger, vedrører henstillingen værdiansættelsen af enkelte instrumenter. Overordnet bør pengemarkedsforeninger sikre, at aktiverne værdiansættes i løbende markedspriser, såfremt disse priser er tilgængelige, pålidelige og ajourførte. Hvor markedspriserne ikke er tilgængelige eller pålidelige, bør foreningerne generelt værdiansætte instrumenterne i deres porteføljer ved brug af værdiansættelsesmodeller, der er baseret på den aktuelle rentekurve og spændet af udstedere.

Henstillingen indebærer ikke et totalt forbud mod opgørelse til amortiseret kostpris. Hvis opgørelse til amortiseret kostpris fortsat skal være tilladt, bør der imidlertid være stærke sikkerhedsforanstaltninger for at minimere risikoen for forkert prisfastsættelse. Ifølge IOSCO's anbefaling bør der kun anvendes opgørelse til amortiseret kostpris, hvor dette vurderes at give mulighed for en passende tilnærmelse af instrumentets pris.

Der bør indføres begrænsninger med hensyn til brug af opgørelse til amortiseret kostpris i forhold til instrumentets restløbetid, da dette vil medføre en betydelig reduktion af risiciene for uoverensstemmelse mellem en pengemarkedsforenings CNAV-pris og dens faktiske pris. Selv om IOSCO anbefaler maksimum 90 dage, kan instrumenter med en endnu kortere restløbetid forårsage sårbarhed over for rente- og kreditrisiko. I denne henseende bør det bemærkes, at europæiske pengemarkedsforeninger (især CNAV-foreninger) har en stor andel af aktiver med en restløbetid på under 90 dage (se figur 6). USA's SEC (1977) tillader kun værdiansættelse til amortiseret kostpris i investeringsforeninger, hvis den resterende løbetid er på 60 dage eller derunder, kombineret med yderligere sikkerhedsforanstaltninger<sup>(1)</sup>. Selv om alle begrænsninger gælder kumulativt, ville der derfor være en risiko for, at der vil blive gjort udstrakt brug af opgørelse til amortiseret kostpris, hvis grænsen blev sat ved 90 dage. For en CNAV-forening kan en forkert prisfastsættelse på selv 0,5 % af dens aktiver give incitament til stormløb, da investorerne muligvis vil forsøge at indløse til pari, før foreningen »breaks the buck«.

Figur 6

#### Aktivers løbetidsprofil fordelt på foreningstype (%)



Kilde: ESRB's undersøgelse.

Anm.: Kategorien »1 dag eller derunder« omfatter også indskud med ingen eller ubestemt løbetid. Dækningen er 82 % af CNAV-foreningernes AuM.

<sup>(1)</sup> På nuværende tidspunkt tillader regel 2a-7 en afvigelse fra denne generelle regel for pengemarkedsforeninger, som har tilladelse til at anvende opgørelse til amortiseret kostpris og afrunding uden denne begrænsning. Ifølge FSOC (2012) ville en omdannelse til VNAV kræve, at denne undtagelse afskaffes, og pengemarkedsforeninger ville således skulle værdiansætte deres porteføljer på samme måde som alle andre investeringsforeninger, hvilket ville indebære, at de kun måtte anvende værdiansættelse til amortiseret kostpris ved en resterende løbetid på 60 dage eller derunder samt på yderligere betingelser.

Henstilling B om likviditetskrav vedrører ligeledes VNAV-foreninger og bør reducere risikoen for stormløb yderligere. Selv om risiciene sandsynligvis vil blive reduceret, bør det dog erkendes, at risikoen for stormløb ikke helt kan fjernes, da pengemarkedsforeninger foretager løbetidsomlægning.

Endelig kan henstilling A bidrage til at imødegå den systemiske risiko, der skyldes den **indbyrdes forbundethed** mellem pengemarkedsforeningers sponsorer, da eventuelle udsving i VNAV kan medføre, at investorerne i mindre udstrækning forlader sig på implicit og diskretionær sponsorstøtte. Dette skyldes, at VNAV-foreningers sponsorer har færre incitamenter til at træde til for at stabilisere andelsprisen.

#### IV.2.2 Vurdering

##### a) Mulig effekt

Alle politiske valgmuligheder i forbindelse med pengemarkedsforeninger bør vurderes grundigt, hvad angår deres potentielle effekt på den finansielle stabilitet og markedets funktion. Den politiske mulighed, som aktuelt drøftes mest på internationalt plan, er en obligatorisk overgang fra CNAV til VNAV-pengemarkedsforeninger. På baggrund af de internationale koblinger, som pengemarkedsforeninger har skabt, ville en ensartet global tilgang til en regulativ intervention være den bedste løsning. Ved dette bilags udgivelse er det dog uvist, om der vil komme yderligere reguleringsreformer i USA (verdens største marked for pengemarkedsforeninger) i en overskuelig fremtid. Samtidig er der i Europa lovinitiativer fremme om UCITS-rammerne, som muligvis kan give lejlighed til at indføre foranstaltninger, der yderligere reducerer de systemiske risici, som skyldes pengemarkedsforeninger (se afsnit I).

På den ene side kan konsekvenserne af en (ensidig) obligatorisk overgang til VNAV for europæiske pengemarkedsforeninger have ubetydelige konsekvenser for den europæiske pengemarkedsforeningssektor ud fra den formodning, at investorer i CNAV-pengemarkedsforeninger ikke er påvirkelige af den faktiske klassificering af en forening og er mere interesserede i dens underliggende aktiver. På den anden side kunne der ske en pludselig udstrømning fra europæiske CNAV-foreninger til andre retsområder eller alternative produkter. Dette kunne have en alvorlig indvirkning på pris-sætningen og på adgangen til kortfristet finansiering for europæiske låntagere, navnlig banker.

På den rundbordskonference, som ESRB arrangerede med interessenter fra den private sektor, anførte flere deltagere fra branchen, at sandsynligheden for en nedgang i investorefterspørgslen ikke ville være særlig stor, hvad angår investorer i EU, men at den ville være større for investorer uden for EU, navnlig i USA, som især foretrækker CNAV-elementet. En nedgang i den amerikanske investorefterspørgsel kunne blive betydelig, hvis der ikke gennemføres eller forventes gennemført en lignende reguleringsreform i USA i en overskuelig fremtid. Selv om virkningen af en eventuel ensidig overgang til VNAV i Europa er meget vanskelig at måle, ikke mindst på grund af usikkerhed om investoradfærd, indeholder afsnit II nogle relevante data, som i det mindste kan give et fingerpeg.

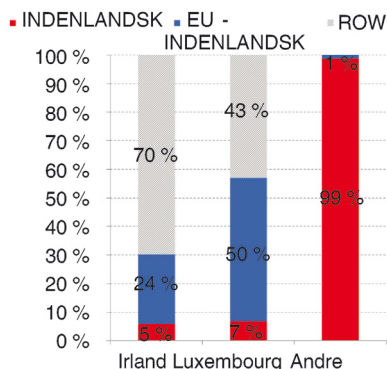
CNAV-foreninger har en betydelig eksponering over for monetære finansielle institutioner (MFI'er) uden for EU (161 mia. euro i alt) i forhold til MFI'er i EU (146 mia. euro), hvilket primært kan tilskrives irske foreninger (128 mia. euro, 47 % af de samlede AuM). Irske CNAV-foreningers grænseoverskridende eksponering over for MFI'er i EU er ligeledes stor (75 mia. euro). For Luxembourgs vedkommende er eksponeringen over for MFI'er i EU større (58 mia. euro) end eksponeringen uden for EU (33 mia. euro), selv om dækningen i dette tilfælde er lavere, og disse tal muligvis undervurderer den egentlige eksponering. En finansiering på 146 mia. euro til europæiske MFI'er kan derfor potentielt blive berørt af en obligatorisk overgang til VNAV, selv om en del af denne finansiering sandsynligvis fortsat vil være investeret i europæiske MFI'er, f.eks. gennem direkte beholdninger af værdipapirer udstedt af europæiske banker eller via bankindskud.

Der er betydelig usikkerhed med hensyn til den geografiske fordeling af investorer i pengemarkedsforeninger, hvilket illustreres ved forskellene mellem ECB's statistikker og tallene fra den ad hoc-undersøgelse, som blev gennemført af ESRB (se **tabel 9** i afsnit III.3). CNAV-foreninger har primært hjemsted i Irland og Luxembourg, og tabel 9 i afsnit III.3 indeholder informationer om den geografiske og sektormæssige opdeling af deres investorbase (se også **figur 7** og **8** nedenfor).



Figur 7

## Geografisk opdeling af investorer i pengemarkedsforeninger (%)

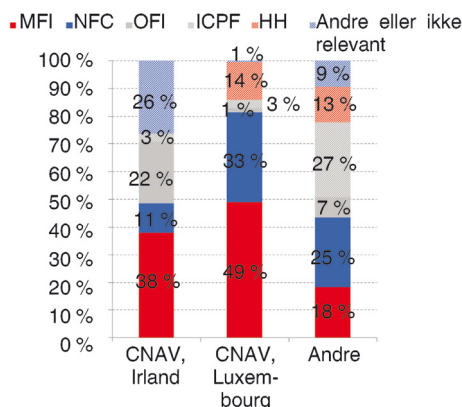


Kilde: ESRB's undersøgelse.

Anm.: »Andre» omfatter foreninger fra Frankrig, Tyskland, Italien og Spanien. Dækningen er 100 % af ESRB's undersøgelse og ca. 70 % af de samlede AuM i pengemarkedsforeninger i EU.

Figur 8

## Sektormæssig opdeling af investorer i pengemarkedsforeninger (%)



Kilde: ESRB's undersøgelse.

Anm.: »Andre» omfatter foreninger fra Frankrig, Tyskland, Italien og Spanien samt VNAV-foreninger fra Irland og Luxembourg. Dækningen er 100 % af ESRB's undersøgelse og ca. 70 % af de samlede AuM i pengemarkedsforeninger i EU.

I henhold til resultaterne af ESRB's undersøgelse udgør andelen af investorer uden for EU i irske pengemarkedsforeninger 70 % (eller 202 mia. euro) af de samlede investorer (se figur 7). Ifølge ECB's statistik, som dækker hele populationen af pengemarkedsforeninger, udgør investorer uden for euroområdet imidlertid 82 % (eller 253 mia. euro). Det er dog ikke plausibelt, at investorer fra Det Forenede Kongerige og andre EU-lande uden for euroområdet kun tegner sig for 51 mia. euro (forskellen mellem de to tal), mens foreninger i Irland denomineret i britiske pund tegner sig for ca. 134 mia. euro. Selv om der ikke foreligger et præcist tal, kan man se tallet fra ESRB's undersøgelse (202 mia. euro) som den øvre grænse i et interval. Den nedre grænse kan udledes af ECB's statistik som den samlede »resten af verden«-sektor (RoW) minus den samlede værdi af foreninger denomineret i britiske pund (dvs. 119 mia. euro eller 253 mia. euro minus 134 mia. euro). Alt i alt kan andelen af investorer i Irland fra resten af verden derfor ligge et sted mellem 119 mia. euro og 202 mia. euro. Ifølge undersøgelsen investerer disse investorer primært i CNAV-foreninger (84 %).

Hvad angår Luxembourg, tog undersøgelsens data kun sigte på en delvis dækning af pengemarkedsforeningernes investorbasis, ca. 74 % af den samlede investerede kapital. Ifølge disse data tegner sektoren »resten af verden« (dvs. uden for EU) sig for omkring 79 mia. euro eller 43 % af den samlede investorbasis. Det tilsvarende tal fra ECB's statistik, som imidlertid omfatter investorer fra Det Forenede Kongerige, er 152 mia. euro eller 61 % af den samlede investorbasis. Efter fratækning af foreninger denomineret i britiske pund med hjemsted i Luxembourg (svarende til ca. 20 mia. euro) er intervallet mellem de to tal stadig temmelig stort (fra 79 mia. euro til 132 mia. euro).

Med hensyn til CNAV-foreninger foreligger der kun data fra ESRB's undersøgelse. Ifølge denne kilde tegner investorer uden for EU sig for 257 mia. euro eller 62 % af den samlede investeringsbase. Imidlertid er dette tal sandsynligvis overvurderet på grund af usikkerhed om investorernes oprindelse.

Ifølge resultaterne af ESRB's undersøgelse er der derfor et potentiale på 257 mia. euro i investorefterspørgsel uden for EU (eller 25 % af den samlede efterspørgsel), som specifikt kunne foretrække CNAV-elementet. Desværre giver den geografiske opdeling af investorbasen ikke mulighed for identifikation af kategorien af amerikanske investorer. Såfremt en overgang til VNAV medfører, at disse investorer forsvinder, kan dette potentielt berøre en fjerdedel af de europæiske pengemarkedsforeningers AuM. Dette kan også have en effekt på finansieringen af MFF'er. Da CNAV-foreninger først og fremmest investerer uden for EU (se **tabel 4** i afsnit III.2), kan effekten på europæiske MFF'er imidlertid være mere begrænset. Desuden er det sandsynligt, at andelen af investorer uden for EU er stærkt overvurderet i undersøgelsen. Ifølge data fra IMMFA kan 10 % eller ca. 40 mia. euro henføres til amerikanske investorer, og derfor ville den direkte virkning ikke være særlig stor, hvis disse investorer forsvinder.

#### b) Overgangsordninger

En obligatorisk overgang til VNAV vil gøre det nødvendigt med overgangsordninger, hvilket der er flere årsager til. For det første kan omdannelsen fra CNAV til VNAV indebære operationelle udfordringer for både forvaltere og investorer, da det muligvis vil kræve en omstrukturering af it- og back office-systemer. For det andet kan der blive tale om omfattende indløsninger fra investorer, som vil undgå potentielle tab, såfremt gældende CNAV er forskellig fra den »sande« VNAV. Derfor anbefales en tilstrækkelig lang overgangsperiode for eksisterende pengemarkedsforeninger, hvor de kan bevare CNAV, mens der foretages de nødvendige justeringer. Overgangsperioden for eksisterende CNAV-foreninger kan være på mindst to år efter den endelige offentliggørelse af de gældende regler. Desuden bør pengemarkedsforeningerne informere om overgangen til NAV og give en grundig forklaring af virkningen heraf i god tid, før ændringen implementeres. Dette bør give investorerne tilstrækkelig tid til at tage højde for de reformer, som måtte blive gennemført for pengemarkedsforeninger i USA, og herved bidrage til at mindske bekymringer om frontløb.

#### c) Kapitalkrav er et muligt alternativ

##### **Baggrund**

Hvis en omdannelse til VNAV ikke er mulig, foreslår FSB (november 2012) som en alternativ løsning, at der indføres krav, der vil have den samme virkning som banktilsynsregulering. Hvis der ikke indføres europæisk lovgivning, som kræver en obligatorisk omdannelse af alle CNAV-pengemarkedsforeninger til VNAV, vil der blive anvendt strenge sikkerhedsforanstaltninger, bl.a. kapitalkrav, svarende til bankreguleringen.

I det nedenstående fokuseres på kapitalkrav. Formelle kapitalkrav kan begrundes i, at der teoretisk er paralleller mellem CNAV-foreninger og bankindsud (som er beskyttet gennem kapitalkravene til banker). Formålet med kapitalkrav til CNAV-foreninger er at øge deres evne til at bære tab, der kan opstå på grund af misligholdelse af aktiver eller salg af aktiver for at imødekomme anmodninger om indløsning, hvilket truer den faste værdi pr. andel. Dette kan reducere den systemiske risiko, der er forbundet med disse foreninger, da det vil fjerne frontløberfordelen og investorernes motivation til at indløse andele i stressperioder, så længe de forventer, at tabene er mindre end kapitalbufferen<sup>(1)</sup>.

Ud over kapitalkravene kunne der være et krav om, at CNAV-pengemarkedsforeninger skulle ansøge om en begrænset tilladelse til at udøve bankvirksomhed (se Europa-Parlamentet, 2012). Det ville sikre, at CNAV-foreninger er underlagt banklignende tilsynsregler — især med hensyn til kapital. Desuden ville disse enheder kunne drage fordel af indskuds-garantier og centralbanklikviditet ligesom banker.

##### **Mulige modeller**

Med hensyn til kapitalkravenes udformning diskuteres aktuelt to muligheder på internationalt plan: i) en NAV-buffer, der finansieres af investorer, og ii) kapitalkrav til forvalteren. I det nedenstående ses der nærmere på de to modeller.

##### i) NAV-buffer finansieret af markedet

Den første mulighed er en NAV-buffer, hvor pengemarkedsforeningen opretter sin egen kapitalreserve ved at tilbageholde en andel af sine indtægter som en potentiel stopklods for tab. Der kunne fastsættes et minimumskrav for NAV-bufferen i lovgivningen, og foreningen kunne indstille tilbageholdelsen af indtægter, når bufferen havde opfyldt dette minimumskrav. Modellen har dog flere ulemper (se IOSCO, oktober 2012).

<sup>(1)</sup> Jf. f.eks. Gordon og Gandia (2012); Squam Lake Group (2011); FSOC (2012).

Det ville tage tid at opbygge en tilstrækkelig stor reserve, og da opbygningen af bufferen kræver en længere periode, vil fordelene være begrænset i overgangsperioden. En mindre buffer kan opbygges hurtigere, men nyttevirkningen vil være begrænset. Den ville endog kunne give det forkerte indtryk, at der er større beskyttelse mod investortab, end der rent faktisk er, hvilket kan øge den systemiske risiko. Under de aktuelle forhold med lave renter ville det også være meget vanskeligt at opbygge en større buffer.

Opbygningen af bufferen kan desuden bevirke en overførsel af fordele fra eksisterende kapitalejere, som bidrager til at etablere bufferen, til fremtidige kapitalejere, som måske får gavn af den senere.

Da bufferen direkte vil reducere det afkast, som foreningen kan give investorerne, kan det blive mindre attraktivt at investere i pengemarkedsforeningen, og investorefterspørgslen kan aftage. Der kan være foreninger, der forlader markedet for at undgå bufferen. Derved mindskes sektoren og med denne en vigtig kortfristet finansieringskilde for MF'er.

Da det er kapitalejerne i pengemarkedsforeningerne, der tilvejebringer bufferne, ville forvalterne/sponsorerne ikke have en finansiel del i dem, hvilket kunne reducere deres incitament til forsigtig risikostyring.

#### ii) Kapitalkrav til sponsoren/eksplicit sponsorgaranti

Den anden mulighed vil kræve, at pengemarkedsforeningernes forvaltere/sponsorer udtrykkeligt forpligter sig til at yde den finansielle støtte, som de ofte implicit antages at yde. En sådan udtrykkelig forpligtelse ville gøre den (på nuværende tidspunkt diskretionære) støtte, som pengemarkedsforeninger ofte har forladt sig på tidligere, obligatorisk og tvinge sponsoren/forvalteren til at internalisere omkostningerne hertil. En sådan udtrykkelig forpligtelse er rimelig, fordi sponsorstøttens diskretionære karakter, som anført i afsnit II.2, er en af kilderne til systemisk risiko i forbindelse med pengemarkedsforeninger.

Der kunne stilles krav om, at pengemarkedsforeningernes forvaltere, eller mere generelt sponsorerne, etablerer og finansierer en deponeringskonto, som absorberer pengemarkedsforeningens tab. Kapitalen ville blive opbevaret uden for pengemarkedsforeningen og ville bestå af kapitalandele ejet af sponsoren/garanten, og ikke være et passiv i pengemarkedsforeningen. Investorerne ville bidrage indirekte, f.eks. med øgede omkostninger/gebyrer, hvilket kan reducere investorefterspørgslen. Alternativt kunne forvalteren/sponsoren også give en udtrykkelig garanti på betingelse af, at forvalteren/sponsoren er en reguleret enhed, som er underlagt tilsynsmæssige kapitalkrav.

#### Størrelse

En kapitalbuffer eller et kapitalkrav bør have en størrelse, som sikrer en egentlig beskyttelse mod tab og hermed en effektiv reduktion af risikoen for investorstormløb. Ellers ville der stadig være incitamenter til stormløb for kapitalejerne i en forening, hvis opfattelsen er, at den risikerer tab, som er større end kapitalbufferen, eller i en forening, hvor der er opstået usikkerhed om garantens evne til at yde støtte. Kapitalkravet om en udtrykkelig garanti fra sponsorer skulle, især hvis CNAV-modellen blev opretholdt, være i overensstemmelse med de respektive tilsynsmæssige kapitalkrav, der gælder for banker.

**Squam Lake Group** (2011) foreslår, at der ved fastsættelsen af størrelsen på den krævede buffer tages højde for de beløb, som sponsorinstitutioner har bidraget med tidligere for at undgå, at CNAV-foreninger ville »break the buck«. Eksempelvis ville det i de to første dage efter Lehmans konkurs, hvor Reserve Primary Fund anførte en mindstepris pr. andel på 97 cent, have været nødvendigt med en buffer på mindst 0,03 dollar pr. andel.

**FSOC** (2012) foreslår, at bufferen tilpasses foreningens aktivers risikoniveau, således at: i) der ikke er noget bufferkrav for kontanter, statspapirer og statslige repoer (repoer, for hvilke der udelukkende er stillet kontanter og statspapirer som sikkerhed); ii) der kræves en buffer på 0,75 % for andre daglige likvide aktiver (eller ugentlige likvide aktiver for foreninger, der er fritaget for skat), og iii) der kræves en buffer på 1,00 % for alle andre aktiver. NAV-bufferen skal holdes ud over de aktiver, som er nødvendige for at stabilisere CNAV-foreningens andelspris. FSOC gør endvidere opmærksom på, at selv om pengemarkedsforeninger normalt investerer i værdipapirer med en lavere risiko, har erfaringer vist, at foreningerne kan have tab, som er højere end ovennævnte NAV-buffer på 1 %. Derfor foreslår FSOC et andet alternativ med en buffer på op til 3 % (igen afhængig af aktivernes sammensætning). FSOC's forslag indeholder også begrebet en »mindstesaldo med risiko« (»minimum balance at risk«), der er en del af kontoværdien, som ville kunne indløses med forsikelse.

**IOSCO** bruger som eksempel et minimum på 50 basispoint for NAV-bufferen, som skal dække forskellene mellem mark to market-værdien og pari. En buffer af denne størrelse ville dog ikke i praksis have den samme effekt som de kapitalkrav for banker, som **FSB** har krævet (november 2012). Ifølge **Basel III-kapitalrammen** skal bankerne have tilstrækkelig egenkapital til at opfylde to krav: et risikobaseret kapitalkrav og et gearingskrav. Ifølge det sidstnævnte krav skal egenkapitalen være på mindst 3 % af bankens aktiver (se Baselkomitéen for Banktilsyn 2010, punkt 153). En konsolidering af

pengemarkedsforeningens aktiver på den garanterende banks balance medfører således et kapitalkrav på 3 % af pengemarkedsforeningens NAV. Derfor bør der generelt kræves en kapitalbuffer på 3 %, da det vil være i overensstemmelse med banktilsynsreguleringen. Dette bør gælde, uanset om kapitalforpligtelsen er indgået af banker eller af forvalteren eller tredjemand, hvis dette er tilladt. Det bør dog bemærkes, at den gearing på 3 %, som er foreslået af Baselkomitéen, kører parallelt som forsøg i perioden fra januar 2013 til januar 2017 og kan munde ud i yderligere kalibreringer af tallet.

### Risici

Der er flere risici forbundet med modellen med kapitalkrav. For det første kan kravet få **betydelige kapitalmæssige konsekvenser** for forvalter/sponsor. Hvis Basel III-kapitalrammen bruges som reference, kan der stilles krav om mindst 3 % af pengemarkedsforeningernes NAV, jf. ovenfor. Ifølge nogle ESRB-medlemmers estimeringer vil et krav til europæiske banker om en kapitalbuffer på 3 % af alle aktiver i CNAV-pengemarkedsforeninger, som forvaltes i bankkoncernen, for nogle banker koste helt op til et halvt procentpoint af deres kernekapital (hvis det antages, at denne kapitalbuffer regnskabsmæssigt ville være et aktiv for sponsorbanken og ville blive fratrukket dens egenkapital i fuldt omfang).

Desuden kan krav om en udtrykkelig forpligtelse **øge den indbyrdes forbundethed** i det finansielle system (især i banksystemet), og navnlig hvis de systemisk vigtigste sponsorer er bedre i stand til at finansiere kapitalen. På den anden side kunne et modargument være, at kapitalkrav ikke ville øge den indbyrdes forbundethed, men blot gøre forbindelser, der allerede eksisterer som følge af implicite støtterelationer, gennemsigtige. Dette ville betyde, at investorer i både banker og pengemarkedsforeninger bedre ville kunne forstå de risici, de løber. Sektoren af CNAV-pengemarkedsforeninger i Europa er imidlertid allerede stærkt **koncentreret** (se afsnit III.4). Gennemførelsen af kapitalkrav for CNAV-foreninger eller deres sponsorer vil sandsynligvis medføre en konsolidering i sektoren, med en større risikokoncentration som resultat.

Da investorerne sandsynligvis ville bidrage til kapitalbuffere/-krav, i hvert fald indirekte i form af højere omkostninger/gebyrer, kan en **nedgang i investorefterspørgslen** også være en konsekvens. Hvad angår den potentielle virkning på bankfinansieringen, bør det erindres, at europæiske CNAV-pengemarkedsforeninger forsyner europæiske MFI'er med finansiering for ca. 146 mia. euro.

Selv om stabilitets- og gennemsigtighedshensyn betyder, at eksplicite forpligtelser er at foretrække frem for implicite, forekommer en omdannelse af CNAV-foreninger til VNAV-foreninger at være en bedre løsning end eksplicite kapitalkrav. Kapitalbuffere stemmer ikke overens med investeringsforeningernes grundlæggende egenskab, nemlig at investorerne bærer investeringsrisikoen. De kan oven i købet **yderligere udviske forskellen til banker**.

### IV.3 Henstilling B – Likviditetskrav

Det henstilles, at **Kommissionen sikrer, at den relevante EU-lovgivning:**

1. **supplerer de eksisterende likviditetskrav for pengemarkedsforeninger ved at pålægge eksplicite minimumskrav til de likvide aktiver, som pengemarkedsforeninger skal besidde på daglig og ugentlig basis**
2. **styrker fondsforvalternes ansvar med hensyn til overvågningen af likviditetsrisiko**
3. **sikrer, at nationale tilsynsmyndigheder og fondsforvaltere har indført effektive værktøjer, f.eks. midlertidig suspension af indløsninger, for at håndtere likviditetsbegrænsninger i stressperioder som følge af foreningsspecifikke og markedsdækkende begivenheder.**

#### IV.3.1 Økonomisk begrundelse

##### a) Mere robuste pengemarkedsforeninger

Henstilling B følger IOSCO's anbefalinger om likviditetsstyring. I henstilling 7 anføres det bl.a., at »pengemarkedsforeninger bør besidde et minimumsomfang af likvide aktiver for at styrke deres evne til at imødekomme indløsninger og forebygge brandudsalg«.

I EU-sammenhæng er der allerede en stærk lovramme for styring af likviditetsrisiko, jf. ovenfor (afsnit I.2). Der er bl.a. et overordnet princip, som er fastsat i artikel 1 i UCITS-direktivet, hvorefter et investeringsinstitut skal indløse andele på deltagerens anmodning. Hvad pengemarkedsforeninger angår, anføres det i CESR/ESMA-retningslinjerne, at pengemarkedsforeninger bør stille daglig likviditet til rådighed til investorerne og skal forvalte deres likviditet i overensstemmelse med dette princip. CESR/ESMA-retningslinjerne for pengemarkedsforeninger fastsætter desuden grænser med hensyn til vægdet gennemsnitlig levetid (weighted average life, WAL) og vægdet gennemsnitlig løbetid (weighted average maturity, WAM), som begrænser likviditetsstyringen og tvinger forvalterne til at besidde likvide aktiver.

I modsætning til eksisterende regulering, navnlig i USA, er der i EU-reguleringen imidlertid ikke defineret udtrykkelige procentdele for mindstestørrelser af likvide aktiver, som pengemarkedsforeninger skal besidde. I denne henseende bør det bemærkes, at Europa-Parlamentet (2012) opfordrede Kommissionen til at udforske idéen om at indføre specifikke likviditetsbestemmelser for pengemarkedsforeninger ved at fastsætte mindstekrav for likviditeten på dags-, uge- og månedsbasis <sup>(1)</sup>.

Likvide aktiver betyder, at pengemarkedsforeningerne kan imødekomme indløsningsanmodninger fra kapitalejere, og forebygger brandudsalg af aktiver med tab. Herved forhindres også spredning til andre foreninger, der besidder lignende værdipapirer. Det henstilles således at indføre udtrykkelige mindstekrav til daglige og ugentlige likvide aktiver i EU's reguleringsrammer. De vigtigste fordele ved dette yderligere krav er:

- a) Det vil afspejle, hvor vigtige likvide aktiver er, da de sætter pengemarkedsforeninger i stand til at **opfylde potentielt store indløsningsanmodninger** fra investorer og klare sig igennem perioder med markedsvolatilitet. Erfaringerne fra sommeren 2011, hvor amerikanske pengemarkedsforeninger kunne imødekomme betydelige indløsninger, illustrerer disse fordele <sup>(2)</sup>.
- b) Det vil give et **harmoniseret grundlag for pengemarkedsforeningers likviditetspraksis** i hele Europa og øge investorenes tillid. I IMMFA's adfærdskodeks og i kreditvurderingsbureauernes praksis er der på nuværende tidspunkt defineret forskellige grænser og krav vedrørende likviditetsstyring (jf. **boks 1**). Amerikansk lovgivning definerer derimod konkrete grænser for daglige og ugentlige likvide aktiver som nævnt ovenfor.
- c) Det vil sikre, at pengemarkedsforeninger **opretholder en forsigtig tilgang til likviditetsforvaltning på sigt**. Pengemarkedernes likviditet er blevet øget efter den finansielle krise i 2008, samtidig med at der er en voksende risikoa- version i forbindelse med EU's statsgældskrise og den høje markedsvolatilitet. Når markedsforholdene stabiliserer sig, er der en risiko for, at pengemarkedsforeningerne igen vil reducere omfanget af likvide aktiver i deres porteføljer og søge imod instrumenter med et højere afkast og længere varighed, hvilket kan skade deres likviditetsposition.
- d) Indførelse af eksplicitte procentsatser bør indgå i en forsigtig likviditetsrisikostyring (som defineret i f.eks. UCITS-direktivets artikel 51), hvor administrationselskabet er fuldt ansvarlig for forvaltningen af dets likviditet.

### Boks 1

#### Forskellige tilgange til likviditetsbuffer

**IMMFA:** En forening i IMMFA skal beholde mindst 10 % af nettoaktiverne i investeringer, som har udløb den følgende bankdag, og mindst 20 % af nettoaktiverne i investeringer, som har udløb inden for fem bankdage. I denne forbindelse kan medlemmerne bestemme behandlingen af statsgæld, idet de tager højde for hver enkelt investerings likviditet i stedet for den endelige udløbsdato.

**Fitch:** Daglig likviditet defineres som: kontanter hos en depotinstitution med en kreditvurdering på mindst »A« og/eller »F1« eller tilsvarende; dag til dag-genkøbsforretninger; andele i pengemarkedsforeninger med en Fitch-kreditvurdering på »AAAmmf« eller tilsvarende; værdipapirer, der vil udløbe eller er genstand for et anfordringselement fra en udsteder med en passende kreditvurdering, som kan udnyttes af indehaveren og betales inden for en bankdag; og direkte forpligtelser udstedt af stater med en høj kreditvurdering, som har en høj markedslikviditet, forudsat at disse forpligtelser er udstedt i porteføljens basisvaluta med restløbetid på højst 397 dage. Ugentlig likviditet defineres som ovenstående samt værdipapirer, der har udløb eller er genstand for et anfordringselement fra en udsteder med en passende kreditvurdering, som kan udnyttes af indehaveren og betales til foreningen inden for fem bankdage, og værdipapirer med en stærk markedslikviditet og med restløbetid på højst 95 dage, der er udstedt af overnationale eller statslige organer med en høj kreditværdighed.

**Moody's:** Moody's vurdering af likviditet anvender både løbetidsstrukturen og aktivernes kvalitet samt eksponering for risikoen for store, ikke-planlagte indløsninger. Moody's vurderer, i hvor høj grad en forening er investeret i likvide værdipapirer, især Aaa-ratede statspapirer og deres løbetider, samt andre likvide aktiver som f.eks. værdipapirer med en løbetid på under syv dage.

**SEC:** Amerikanske pengemarkedsforeninger skal have mindst 10 % af deres aktiver i kontanter på anfordring og 30 % i aktiver, som har udløb inden for en uge. Daglige likvide aktiver defineres som kontanter, amerikanske statspapirer

<sup>(1)</sup> Europa-Parlamentet opfordrede ligeledes Kommissionen til at opkræve likviditetsafgifter i henhold til en udløser, som også medfører en direkte forpligtelse til at underrette den kompetente tilsynsmyndighed og ESMA.

<sup>(2)</sup> Ifølge FSOC (2012) oplevede institutionelle »prime« pengemarkedsforeninger i de otte uger op til den 3. august 2011 en nettoudstrømning på 179 mia. dollar (16 % af aktiver).

og værdipapirer, der kan omsættes i kontanter i løbet af en bankdag. Ugentlige likvide aktiver er kontanter, amerikanske statspapirer, diskontonotaer udstedt af agenturer med en restløbetid på højst 60 dage og værdipapirer, der kan omsættes til kontanter (enten ved en løbetid eller en salgsoption) inden for fem bankdage.

Anm: Dette er uddrag. For flere oplysninger henvises til gældende regler og procedurer.

Følgende elementer bør tages i betragtning, når størrelsen og sammensætningen af de likvide aktivbuffer skal defineres.

- a) Der skal foretages en **afvejning** mellem størrelsen af de buffer, som vil blive krævet, og den type aktiver, som vil kunne godkendes. Dette illustreres ved de forskellige metoder, som på nuværende tidspunkt anvendes i Europa, og de forskellige tal, som pengemarkedsforeningerne har indberettet, vedrørende deres beholdninger af likvide aktiver. Jo højere krav til buffer, desto vanskeligere vil det være at opfylde kravet med aktiver af høj kvalitet.
- b) Både **daglige og ugentlige likvide aktiver** bør defineres. Daglige likvide aktiver er vigtige, da indløsningskrav kan opstå meget hurtigt <sup>(1)</sup>. Ugentlige likvide aktiver styrker ligeledes foreningens robusthed og dens evne til at håndtere store indløsninger, samtidig med at der bliver flere godkendte aktiver.
- c) For at reducere foreningens anvendelse af likviditet på de sekundære markeder bør definitionen af likvide aktiver (bortset fra kontanter) primært tage højde for **restløbetiden**. Instrumenter, der defineres som daglige og ugentlige likvide aktiver, bør derfor have en restløbetid, der ikke er højere end henholdsvis en og fem bankdage. Denne metode, der bygger på restløbetid, har den fordel, at man undgår antagelser om visse instrumenters likviditet i markedet, da likvide aktiver kan blive til ikke-likvide aktiver, hvis markedet er stresset. Denne definition afviger fra den amerikanske, som omfatter statspapirer og værdipapirer udstedt af agenturer, hvilket afspejler det amerikanske markeds særlige karakteristika og det amerikanske statsgældsmarkeds størrelse.
- d) Ved definitionen af bufferne bør der tages højde for de risici, der er forbundet med **mulige valgfrie løbetider for aktiver**. Disse valgmuligheder kan være baseret på forskellige parametre, bl.a. teknikker med modpartsrisikoeksponering, der kan være indløselige (f.eks. »puttable bonds«), opsigelige (f.eks. »cancellable options«), konverterbare (f.eks. »re-callable repo«-teknikker). Disse egenskaber kan skabe afsmitning og svække foreningernes generelle likviditetsposition, især i stressede markeder.
- e) **Andre effekter i forbindelse med den indbyrdes forbundethed**, især med banksektoren, som kan påvirke tilgængeligheden af de aktiver, der kan indgå i likviditetsbuffer, bør også tages i betragtning.

#### b) Styrkelse af likviditetsrisikostyringen

De grænser, der skal fastsættes, bør være minimumsgrænser. Forvalterne bør derfor tilpasse deres beholdninger af likvide aktiver i forhold til deres profil og investorbase (investortype, indløsningsmønstre, investorbasens koncentration osv.) og til markedsforholdene.

Som led i en robust likviditetsstyringsstrategi, der følger bedste praksis, bør forvalterne udarbejde en praksis med regelmæssige stresstest i overensstemmelse med IOSCO's anbefaling 8. Testene skal tage udgangspunkt i forskellige negative scenarier (både foreningsspecifikke og for hele markedet), der påvirker deres likviditetsprofil. Pengemarkedsforeningerne bør også have beredskabsplaner, så de kan klare sig igennem disse stressperioder.

Som anført i IOSCO's anbefaling 6 er kapitalejerne i foreningen et vigtigt område, der skal tages i betragtning. Dette er især relevant i EU-sammenhæng, hvor institutionelle investorer, der generelt vil have større tilbøjelighed til stormløb, repræsenterer størstedelen af investorbasen. Som der er gjort rede for ovenfor (jf. afsnit III.3), viser ESRB's undersøgelse en relativ usikkerhed med hensyn til foreningernes investorbase. Observationer peger ligeledes i retning af, at platforme spiller en voksende rolle i Europa, hvilket gør det vanskeligere for forvalterne at »kende deres investorer«. Virkningerne af denne udvikling bør vurderes. Endvidere kunne der være et krav om, at pengemarkedsforeninger indhenter oplysninger om deres egentlige ejere i overensstemmelse med FSOC's forslag til henstillinger om pengemarkedsforeninger i USA <sup>(2)</sup>.

<sup>(1)</sup> I tilfældet med Reserve Primary Fund ønskede investorerne at indløse ca. 40 mia. dollar i løbet af to dage, og i alt 15 % af aktiverne blev trukket ud af »prime« pengemarkedsforeninger i løbet af en uge.

<sup>(2)</sup> I de forslag til anbefalinger, der blev offentliggjort i november 2012, indgår gennemførelsen af yderligere »kend din investor«-krav.



### c) Likviditetsstyring i stressperioder

Selv om fondsforvalterne har en forsigtig tilgang til likviditetsrisikostyringen, kan der være tilfælde, hvor pengemarkedsforeninger står over for ekstremt stressede markedsforhold og/eller omfattende anmodninger om indløsning som følge af enten foreningsspecifikke eller markedsdækkende begivenheder. I denne forbindelse anføres det i IOSCO's anbefaling 9, at »pengemarkedsforeninger bør have indført værktøjer, der gør dem i stand til at håndtere usædvanlige markedsforhold og betydelige indløsningspres«. Disse værktøjer kan lette indløsningspresset og således forhindre et stormløb eller anden flokadfærd hos investorerne i en bestemt forening eller gruppe af foreninger. IOSCO anfører ligeledes, at »retsområder for at forhindre spredning også kan overveje at give reguleringsmyndighederne beføjelse til at kræve, at disse værktøjer tages i brug i situationer, hvor de usædvanlige begivenheder, som påvirker en eller flere pengemarkedsforening(er), kan påvirke det finansielle system i bredere forstand.«

Inden for EU's reguleringsrammer indeholder både UCITS-direktivet og AIFM-direktivet bestemmelser om midlertidig suspensering eller udsættelse.

- I **UCITS-direktivets** artikel 45, stk. 2, anføres det, at medlemsstaterne kan give de kompetente myndigheder ret til at forlange eller tillade en midlertidig udsættelse af tegningen, tilbagekøbet eller indløsningen af andele, forudsat at udsættelsen er begrundet i hensynet til beskyttelse af deltagerne eller offentligheden. I henhold til artikel 84, stk. 2, kan en forening midlertidigt udsætte tilbagekøb eller indløsning af andele i undtagelsestilfælde, når omstændighederne kræver det, og når der ved udsættelsen tages hensyn til deltageres interesser.
- Artikel 46, stk. 2, i **AIFM-direktivet** anfører, at de kompetente myndigheder har beføjelse til at »kræve suspensering af udstedelse, tilbagekøb eller indløsning af andele i andelshaveres eller offentlighedens interesse«. Der er dog ingen specifikke bestemmelser på foreningsniveau. Desuden kræves i artikel 23, stk. 1, litra h), at investorerne oplyses om AIFens likviditetsrisikostyring, herunder indløsningsrettigheder både under normale og ekstraordinære omstændigheder.

Denne ramme afviger fra de gældende regler i USA, hvor foreningen skal likvideres efter en suspensering<sup>(1)</sup>. En midlertidig suspensering er sandsynligvis den mest hensigtsmæssige løsning under ekstraordinære omstændigheder, hvor foreningerne skal håndtere et betydeligt indløsningspres. EU-rammen bør derfor ændres, så den giver mulighed for midlertidig suspensering af indløsningsanmodninger til alle foreninger (både UCITS og ikke-UCITS), på samme måde som i UCITS-direktivet<sup>(2)</sup>. EU-lovgivningen giver allerede mulighed for, at de kompetente myndigheder kan anmode om midlertidig suspensering af indløsninger for både UCITS- og ikke-UCITS-foreninger af hensyn til deltagerne eller offentligheden, hvilket er i overensstemmelse med IOSCO's anbefalinger.

Det kunne også overvejes at indføre yderligere ekstraordinære likviditetsstyringsværktøjer for pengemarkedsforeninger ud over midlertidig suspensering. Betingelserne for anvendelsen af disse værktøjer og omstændighederne, hvorunder de kan anvendes, bør være klart definerede, og fordelene for den finansielle stabilitet bør vurderes. Som foreslået i IOSCO's anbefalinger kan fordelene ved »gates« (hvor foreningerne begrænser indløsningsomfanget til en nærmere angivet andel på én enkelt indløsningsdag) underkastes en nærmere vurdering.

I overensstemmelse med IOSCO's anbefalinger bør der være passende regler for underretning af investorerne med hensyn til gældende stressprocedurer. Foreningerne skal især sikre, at deres investorer er bekendt med de omstændigheder, hvorunder disse procedurer (suspensering m.m.) kan blive anvendt. For at undgå frontløberfordele og eventuelle »forebyggende stormløb« bør der dog ikke oplyses detaljer om gennemførelsen og betingelserne. Oplysning om gældende procedurer i stressperioder behandles i henstilling C, stk. 3, som gennemgås nærmere nedenfor.

#### IV.3.2 Vurdering

For så vidt angår indførelsen af særlige krav vedrørende likvide aktiver, viste den høring, som IOSCO gennemførte i foråret 2012, en generel tilslutning fra respondenterne til indførelsen af likviditetsbuffer for pengemarkedsforeninger. Især fremhævede respondenterne fordelene ved de nye bestemmelser i den amerikanske regel 2a-7, der kan gøre foreningerne mere robuste. I EU-sammenhæng bemærkede respondenter i EU, at der ikke findes en harmoniseret lovramme for likviditetsstyring i Europa, i modsætning til USA, og de udtrykte generelt støtte til et reguleringsinitiativ.

For at kunne vurdere den potentielle virkning af indførelsen af nye kvantitative krav til likviditetsstyring skal den nuværende sammensætning af foreningernes porteføljer tages i betragtning, da bufferne kan øge præferencen for den mest kortfristede finansiering og kræve, at forvalterne ændrer allokeringen af deres aktiver. ESRB's undersøgelse viser, at en stor del af porteføljerne hos pengemarkedsforeninger i EU allerede består af aktiver, der har udløb inden for en dag og inden for en uge, jf. tabel 6 i afsnit III.2 og figur 6. Andelen af disse likvide aktiver er højest i CNAV-foreninger (henholdsvis 26 % og 11 % af deres aktiver pr. juni 2012), som også har en relativt højere andel af deres aktiver i

<sup>(1)</sup> I henhold til SEC's nye regel 22e-3, der blev vedtaget i 2010, kan en pengemarkedsforenings bestyrelse, efter at have underrettet SEC, suspendere indløsninger og likvidere foreningen, hvis den har »broken the buck«, eller er i fare for at gøre det.

<sup>(2)</sup> Jf. Europa-Kommissionen (2012), afsnit 5, der omhandler ekstraordinære likviditetsstyringsværktøjer.

kontanter (næsten 7 % pr. juni 2012). Andre pengemarkedsforeninger i EU, som ikke er CNAV-foreninger, har også allerede en betydelig del af deres aktiver i daglige og ugentlige likvide aktiver (ca. 17 % og 5 % for korte VNAV-foreninger og 12 % og 3 % for andre VNAV-foreninger).

ESRB-datasættet har nogle begrænsninger, da undersøgelsen ikke omfatter alle pengemarkedsforeninger, og tallene fra undersøgelsen er aggregerede tal for alle foreninger, som kan dække over en del forskelle mellem foreningerne. Endvidere giver undersøgelsen et billede af situationen på et tidspunkt, hvor der var høj risikoaversion. Undersøgelsens resultater stemmer dog overens med andre observationer fra tilsynsmyndigheder og kreditvurderingsbureauer og med feedback fra porteføljeforvaltere vedrørende deres likviditetsstyring.

#### IV.4 Henstilling C – Oplysningskrav

Det henstilles, at Kommissionen sikrer, at den relevante EU-lovgivning:

1. kræver, at pengemarkedsforeninger, også i deres markedsføringsmateriale, offentliggør specifikke oplysninger, som gør investorerne opmærksomme på, at der ikke er nogen kapitalgaranti, og at der er mulighed for tab af kapital
2. kræver, at pengemarkedsforeninger i deres oplysninger kun nævner en eventuel sponsorstøtte, kapacitet til støtte eller beskyttelse, hvis denne støtte eller beskyttelse udgør en fast forpligtelse fra sponsorens side. I så fald skal denne fremgå af sponsorens regnskab og af tilsynskravene
3. kræver, at pengemarkedsforeninger oplyser om deres værdiansættelsespraksis, især vedrørende brug af opgørelse til amortiseret kostpris, samt at de giver investorerne passende oplysninger om gældende indløsningsprocedurer i stressperioder.

##### IV.4.1 Økonomisk begrundelse

Pengemarkedsforeninger opfattes generelt som en »sikker« investering med en meget lav risiko. Denne opfattelse kan bidrage til risikoen for investorstormløb, hvis foreningen ikke lever op til forventningerne. Formålet med yderligere oplysningskrav er at sikre, at investorerne er fuldt ud bekendt med egenskaberne ved pengemarkedsforeningers investeringsprodukt, så risikoen begrænses. Dette oplysningskrav er helt på linje med IOSCO's anbefaling 13 og 14, selv om det går lidt videre ved at kræve, at der kun må oplyses om sponsorstøtte eller om kapacitet til en sådan støtte, hvis den indebærer en fast forpligtelse fra sponsorens side.

Som der er gjort rede for i afsnit II.2, er antagelser om implicit og diskretionær sponsorstøtte med til at skabe ustabilitet i systemet. Foreningernes porteføljer og indløsningspraksis bør derfor struktureres således, at sponsorstøtte ikke er tilsigtet. Ellers skal foreningens hensigt om at forlade sig på støtte være eksplicit, fuldt internaliseret af den institution, der yder støtten, og omfattet af tilsynsmæssige kapitalkrav som nævnt i forbindelse med henstilling A.

Produktdokumentationen bør give investorerne en beskrivelse af de gældende procedurer for værdiansættelsen af instrumenter og oplyse om brug af opgørelse til amortiseret kostpris, hvilke antagelser der ligger til grund for denne værdiansættelsesmetode, og de dermed forbundne risici. Desuden bør investorerne vide, hvilke procedurer der kan blive anvendt i tilfælde af et betydeligt markedsstress eller et stærkt indløsningspres, som kan påvirke investorerne indløsningsmuligheder (se også henstilling B, stk. 3). Med disse oplysninger om produktegenskaberne bør investorerne kunne træffe underbyggede investeringsbeslutninger og mindske »adverse selection«.

##### IV.4.2 Vurdering

Tilstrækkelig information om pengemarkedsforeningers egenskaber bør mindske risikoen for adverse selection og investorstormløb og derfor reducere systemiske risici. Af hensyn til beskyttelsen af investorerne har disse informationer også betydning for, om der kan træffes underbyggede investeringsbeslutninger. Samlet set benyttes europæiske pengemarkedsforeninger fortrinsvis af institutionelle investorer, og disse investorer er sandsynligvis allerede klar over de risici, der er forbundet med foreningerne. Dette gælder nok i langt mindre grad for detailinvestorer, som i nogle medlemsstater udgør den største investorbase for pengemarkedsforeninger. De vil derfor drage størst fordel af bedre information. Tilstrækkelig information vil især bidrage til detailinvestorerne forståelse af, at pengemarkedsforeninger ikke er uden risiko. Bedre information kan muligvis betyde, at nogle investorer vil foretrække et andet likviditetsforvaltningsværktøj end en pengemarkedsforening. For detailinvestorer vil alternativet højst sandsynligt være et traditionelt bankindsud og ikke en investering i en anden skyggebankenhed. Endelig vil kravet om, at informationerne kun må nævne sponsorstøtte, hvis den indebærer en fast forpligtelse fra sponsorens side, give større gennemsigtighed vedrørende den indbyrdes forbundethed i det finansielle system og mindske den systemiske risiko, som skyldes, at pengemarkedsforeningen forlader sig på implicit og diskretionær sponsorstøtte.

Nogle af de oplysningskrav, som er nævnt i denne henstilling, er allerede omfattet af EU-lovgivningen (f.eks. UCITS-direktivet og CESR-/ESMA-retningslinjerne fra 2010), men det kan blive nødvendigt at revidere nogle af oplysningerne eller dokumentationen, hvilket vil indebære yderligere overholdelsesomkostninger for pengemarkedsforeningerne. Henstillingen forventes ikke at medføre betydelige omkostninger for de nationale tilsynsmyndigheder.

#### IV.5 Henstilling D – Indberetning og udveksling af oplysninger

1. **Det henstilles, at Kommissionen sikrer, at den relevante EU-lovgivning:**
  - a) **kræver, at tilfælde af sponsorstøtte, der kan have en effekt på prisen på en pengemarkedsforening, indberettes af pengemarkedsforeningen eller dennes forvalter, samt af sponsoren, til den kompetente nationale tilsynsmyndighed sammen med en komplet beskrivelse af støttens karakter og størrelse**
  - b) **styrker pengemarkedsforeningers regelmæssige indberetning**
  - c) **sikrer, at kompetente nationale tilsynsmyndigheder, hvor det er relevant, udveksler de i litra a) og b) omhandlede oplysninger med andre nationale tilsynsmyndigheder inden for den samme medlemsstat eller fra andre medlemsstater, de europæiske tilsynsmyndigheder, ESCB og ESRB.**
2. **Det henstilles, at Kommissionen fremmer udviklingen af harmoniseret indberetning og et harmoniseret datasæt som omhandlet i stk. 1, litra b), samt tilrettelæggelsen af den i stk. 1, litra c), omhandlede informationsudveksling.**

##### IV.5.1 Økonomisk begrundelse

Selv om VNAV-pengemarkedsforeninger ikke er forpligtet til at bevare pariværdi og ikke har det samme pres med hensyn til sponsorstøtte som CNAV-foreninger, mødte de formodentlig også likviditetsbegrænsninger og skulle håndtere problemer med markedernes illikviditet under krisen. Derfor har de muligvis også gjort brug af støtte fra deres forvaltere eller moderselskaber. På nuværende tidspunkt foreligger der imidlertid ikke konkrete oplysninger om tilfælde i Europa, hvor der er gjort brug af en sådan støtte, hverken for CNAV- eller VNAV-pengemarkedsforeninger, især da den kan antage mange former og derfor ikke nødvendigvis klart fremgår af sponsorens balance og resultatopgørelse. ESRB's undersøgelse indeholdt et spørgsmål om sponsorstøtte, men foreningerne gav kun overordnede svar som f.eks. »handel« eller »ingen tiltag«. Generelt set udelukker kravet om at anvende VNAV sammen med kravet om ikke at forlade sig på implicit støtte ikke, at en sådan støtte kan forekomme i fremtiden under ekstreme omstændigheder på markedet.

For at myndighederne kan overvåge de risici, der er forbundet med denne støtte, bør alle fremtidige tilfælde af direkte eller indirekte sponsorstøtte, uanset formen (herunder køb af nødlidende værdipapirer i porteføljen) indberettes af pengemarkedsforeningen eller dens forvalter til den kompetente nationale myndighed. Da denne støtte kan øge den indbyrdes forbundethed i det finansielle system og derfor bidrage til systemiske risici, bør oplysningerne også udveksles med andre relevante myndigheder (nationale, udenlandske eller europæiske).

På grundlag af erfaringerne med eksisterende statistik for pengemarkedsforeninger og den specifikke ad hoc-dataindsamling står det klart, at der kan ske yderligere forbedringer af de regelmæssige data, der indsamles om de europæiske pengemarkedsforeninger. Pengemarkedsforeningerne er formidlende enheder af stor betydning for pengemarkedernes smidige funktion i Europa. Både nationale og europæiske tilsynsmyndigheder bør derfor have adgang til detaljerede data om disse foreninger, så de kan identificere udviklingstendenser på et tidligt tidspunkt. I de tilfælde, hvor nationale centralbanker allerede indsamler oplysninger om pengemarkedsforeninger, bør det overvejes at dele disse oplysninger med de nationale tilsynsmyndigheder.

Den regelmæssige indberetning bør mindst omfatte en tilstrækkelig detaljeret opdeling af pengemarkedsforeningernes aktiver og passiver, så myndighederne har mulighed for at overvåge foreningens likviditetsposition og arten og kvaliteten af dens underliggende aktiver. Desuden bør myndighederne, såfremt der stadig anvendes opgørelse til amortiseret kostpris, have adgang til regelmæssige oplysninger om, i hvilket omfang denne værdiansættelsespraksis anvendes, og i hvilke tilfælde. Såfremt CNAV-modellen fortsat anvendes, skal den regelmæssige indberetning også indeholde detaljerede oplysninger om CNAV-foreningerne, herunder oplysninger om deres skyggepris.

Når myndighederne har mere detaljerede oplysninger, vil de bedre kunne gennemskue udviklingen i branchen og identificere risikokilder. Set ud fra et makroprudentielt synspunkt skal de mere detaljerede oplysninger være tilgængelige både for den aggregerede sektor og for de individuelle pengemarkedsforeninger.

##### IV.5.2 Vurdering

For at kunne identificere en ophobning af risici og forbindelserne mellem pengemarkedsforeninger og andre dele af det finansielle system er det påkrævet med en nøje overvågning af pengemarkedsforeningernes aktiv- og investorsammensætning, deres likviditetsposition, værdiansættelsespraksis og en eventuel anvendelse af sponsorstøtte. Overvågning er derfor en forudsætning for, at der kan træffes forebyggende foranstaltninger for at imødegå potentielle systemiske risici. Kravet om regelmæssig indberetning om skyggepriser vil gøre pengemarkedsforeningernes forvaltere mere opmærksomme på, at de nationale tilsynsmyndigheder overvåger spørgsmålet. Det forventes at have en disciplinerende virkning med hensyn til mulige afvigelser i skyggeprisen i forhold til NAV og med hensyn til anvendelse af sponsorstøtte.

Ulemperne ved øget indberetning er de omkostninger, der er forbundet med de processer, som skal implementeres i forvaltningsselskaberne og af tilsynsmyndighederne. Derfor bør tiltag for at øge pengemarkedsforeningernes indberetning tage højde for de gældende krav om indberetning, som de allerede nu er underlagt, og tage behørigt hensyn til

proportionalitetsprincippet, så omkostningerne reduceres. F.eks. omfatter ECB's dataindsamling om MFI'ers balance (som pengemarkedsforeninger er en del af) allerede detaljerede oplysninger om pengemarkedsforeningers aktiver og passiver (jf. forordning ECB/2008/32). Da denne indberetning er tilpasset pengepolitiske formål, er det dog ikke sikkert, at den dækker alle databehov med henblik på finansiel stabilitet.

#### IV.6 Opfølgning

##### IV.6.1 Tidsplan

Kommissionen anmodes om at aflægge rapport til ESRB og Rådet for Den Europæiske Union om de foranstaltninger, der er truffet på baggrund af disse henstillinger, eller i givet fald at begrunde undladelsen af at gennemføre foranstaltninger, ifølge nedenstående tidsplan:

- Kommissionen anmodes om **senest den 30. juni 2013** at forelægge ESRB en statusrapport med en indledende vurdering af resultaterne af første fase af gennemførelsen af disse henstillinger.
- Kommissionen anmodes om **senest den 30. juni 2014** at forelægge ESRB og Rådet en endelig rapport om anden fase af gennemførelsen af disse henstillinger.

##### IV.6.2 Overholdelseskriterier

Følgende generelle overholdelseskriterier er defineret for **henstilling A — D**.

- Henstillingerne tager også sigte på en korrekt og konsekvent gennemførelse i Europa af de relevante IOSCO-anbefalinger om pengemarkedsforeninger.
- Kommissionen kan søge rådgivning hos de europæiske tilsynsmyndigheder (ESA'er) — især ESMA — angående gennemførelsen af ESRB's henstillinger og kan for at sikre en harmoniseret anvendelse af henstillingerne anmode ESA'erne om at udarbejde de nødvendige tekniske standarder, retningslinjer og henstillinger (herunder skemaer til indberetning og offentliggørelse af oplysninger, under behørig hensyntagen til allerede eksisterende krav til indberetning og offentliggørelse af oplysninger).
- ESRB's henstillinger er målrettet institutter for kollektiv investering (CIU'er) med hjemsted i EU, der tilbydes/sælges til investorer med det formål at bevare kapitalen, tilvejebringe daglig likviditet og sigte mod afkast, der svarer til pengemarkedsrenten. De vedrører især fonde, der bærer betegnelsen eller sælges som en pengemarkedsforening eller med en pengemarkedsforenings karakteristika (dvs. med det formål at bevare kapitalværdien, med daglige indløsninger og pengemarkedsrenter) eller fonde, der sælges på en måde, som giver dette indtryk (f.eks. fonde, der sælges som kontanter, likvide fonde eller likviditetsfonde eller fonde med en kort løbetid).

Der er fastsat følgende overholdelseskriterier for **henstilling A**:

- Det bør kræves, at pengemarkedsforeninger kun bruger modellen med variabel nettoaktivværdi. Det bør især være forbudt at afrunde andelspriser til nærmeste enhed. Det vil være nødvendigt med overgangsordninger ved en obligatorisk overgang til modellen med variabel nettoaktivværdi. Derfor anbefales en tilstrækkelig lang overgangsperiode for eksisterende pengemarkedsforeninger, hvor de kan bevare modellen med konstant nettoaktivværdi, mens der foretages de nødvendige justeringer. Overgangsperioden for eksisterende foreninger med konstant nettoaktivværdi kan være mindst to år efter den endelige offentliggørelse af de gældende regler. Desuden bør der være en grundig information om overgangen til foreninger med variabel nettoaktivværdi, som bør meddeles i god tid, før kravet gennemføres, samtidig med at pengemarkedsforeningerne informerer om virkningen af ændringen.
- Henstilling A indebærer ikke et totalt forbud mod opgørelse til amortiseret kostpris. Opgørelse til amortiseret kostpris bør dog kun være tilladt, hvor dette vurderes at give mulighed for en passende tilnærmelse af instrumentets pris.
- Såfremt der fortsat anvendes opgørelse til amortiseret kostpris, bør der indføres restriktioner med hensyn til det pågældende instruments restløbetid med henblik på at mindske risikoen for forskelle mellem prisen og den amortiserede kostpris. Ved opstillingen af disse restriktioner bør der tages grundigt højde for løbetidsprofilen for aktiverne i pengemarkedsforeninger med hjemsted i EU.

Der er fastsat følgende overholdelseskriterier for **henstilling B**:

- Følgende elementer bør tages i betragtning ved fastsættelsen af størrelsen og sammensætningen af minimumsbufferne for likvide aktiver:
  - a) Afvejningen mellem størrelsen af de buffere, som vil blive krævet, og den type aktiver, som vil kunne godkendes.
  - b) Der bør defineres mindstebeløb for likvide aktiver på både daglig og ugentlig basis.
  - c) For at reducere foreningernes anvendelse af likviditet på de sekundære markeder bør definitionen af likvide aktiver (bortset fra kontanter) primært vedrøre restløbetiden. Instrumenter, der defineres som daglige og ugentlige likvide aktiver, bør derfor have en restløbetid, der ikke er højere end henholdsvis en og fem bankdage.

- d) Ved definitionen af bufferne bør der tages højde for de risici, der er forbundet med mulige valgfrie løbetider for aktiver. Disse valgmuligheder kan være baseret på forskellige parametre, bl.a. teknikker med modpartrisikookseponering, der kan være indløselige (f.eks. »puttable bonds«), opsigelige (f.eks. »cancellable options«), konverterbare (f.eks. »re-callable repo«-teknikker).
- e) Andre effekter, som skyldes den indbyrdes forbundethed, især med banksektoren, som kan påvirke tilgængeligheden af de aktiver, der kan anvendes til likviditetsbufferne.
- Det bør kræves, at pengemarkedsforeninger justerer deres beholdninger af minimumsbufferne af likvide aktiver i forhold til deres risikoprofil og investorbasis.
- De bør gennemføre regelmæssige stresstest på grundlag af flere forskellige negative scenarier, både foreningsspecifikke og generelle, der påvirker deres likviditetsprofil.
- Pengemarkedsforeningerne bør have beredskabsplaner, så de kan klare sig igennem disse stressperioder.
- De skal have indført de nødvendige værktøjer, så de kan håndtere ekstraordinære indløsningsanmodninger fra investorer.

Der er fastsat følgende overholdelseskriterier for **henstilling C**:

- Pengemarkedsforeninger bør i deres produktinformationer oplyse investorerne om, at der ikke er kapitalgaranti, eller er begrænset kapitalgaranti, og om muligheden for tab af kapital.
- Informationerne bør desuden give investorerne en beskrivelse af de gældende procedurer for værdiansættelsen af instrumenterne, ligesom der bør oplyses om brug af opgørelse til amortiseret kostpris, hvilke antagelser der ligger til grund for denne værdiansættelsesmetode, og de dermed forbundne risici.
- Det bør kun være tilladt i pengemarkedsforeningers informationsmateriale at nævne en eventuel sponsorstøtte, kapacitet til støtte eller beskyttelse, hvis denne støtte eller beskyttelse udgør en fast forpligtelse fra sponsorens side. I så fald skal denne fremgå af sponsorens regnskab og tilsynskrav.
- Investorerne bør være gjort bekendt med, hvilke procedurer der kan anvendes i tilfælde af betydeligt markedsstress eller et stort indløsningspres, der kan påvirke deres mulighed for at indløse andele.

Der er fastsat følgende overholdelseskriterier for **henstilling D**:

- Alle tilfælde af sponsorstøtte til en pengemarkedsforening, der kan påvirke pengemarkedsforeningens pris, bør indberettes af pengemarkedsforeningen (eller dennes forvalter) og sponsoren til den ansvarlige nationale myndighed og omfatte en beskrivelse af støttens art og størrelse.
- Pengemarkedsforeningers regelmæssige indberetning til tilsynsmyndigheder eller centralbanker bør mindst omfatte en tilstrækkelig detaljeret opdeling af pengemarkedsforeningernes aktiver og passiver, så myndighederne har mulighed for at overvåge foreningens likviditetsposition og arten og kvaliteten af dens underliggende aktiver.
- Såfremt pengemarkedsforeningen fortsætter med at bruge modellen med konstant nettoaktivværdi, skal den regelmæssige indberetning desuden omfatte særskilte detaljerede oplysninger for foreninger med konstant nettoaktivværdi, herunder oplysninger om deres skyggepris.
- Såfremt pengemarkedsforeninger stadig anvender opgørelse til amortiseret kostpris, bør myndighederne have adgang til regelmæssige oplysninger om, i hvilket omfang denne værdiansættelsespraksis anvendes, og i hvilke tilfælde.
- Der bør træffes foranstaltninger til at fremme udviklingen af harmoniseret indberetning og et harmoniseret datasæt om pengemarkedsforeninger, der også kan anvendes til makroprudentielle formål, og som dækker de ovennævnte punkter. Disse foranstaltninger bør tage højde for de eksisterende rapporteringskrav, som pengemarkedsforeninger allerede er underlagt, bl.a. monetære finansielle institutioners indberetning af balancedata (ECB/2008/32).
- Det sikres, at der ikke er hindringer for, at prudentielle myndigheder og centralbanker kan udveksle de ovennævnte oplysninger, hvad enten det er på nationalt, grænseoverskridende eller europæisk niveau.

#### IV.6.3 Meddelelser om opfølgning

Den **statusrapport, som skal forelægges senest den 30. juni 2013**, bør som minimum indeholde:

- a) oplysninger om de lovgivningsinitiativer, som Kommissionen har iværksat og planlagt på baggrund af disse henstillinger
- b) oplysninger om foranstaltninger, som Kommissionen har truffet over for ESA'erne på baggrund af disse henstillinger
- c) en vejledende tidsplan for ikrafttrædelsen af de foranstaltninger, som Kommissionen allerede har foreslået eller planlagt på baggrund af disse henstillinger

- d) en vurdering af den kumulative virkning af de foranstaltninger, som Kommissionen allerede har foreslået eller planlagt på baggrund af disse henstillinger
- e) en udførlig begrundelse for, hvorfor Kommissionen eventuelt ikke har truffet foranstaltninger, eller for eventuelle afvigelser fra disse henstillinger.

Den **endelige rapport, som skal forelægges senest den 30. juni 2014**, bør som minimum indeholde:

- a) oplysninger om lovgivningsprocessens status efter de lovgivningsinitiativer, der er indledt af Kommissionen på baggrund af disse henstillinger
  - b) oplysninger om status for foranstaltninger, som Kommissionen har truffet over for ESA'erne på baggrund af henstillingerne
  - c) en vejledende tidsplan for ikrafttrædelsen af de foranstaltninger, som Kommissionen har foreslået på baggrund af disse henstillinger
  - d) en vurdering af den kumulative virkning af de foranstaltninger, som Kommissionen har foreslået på baggrund af disse henstillinger
  - e) en udførlig begrundelse for, hvorfor Kommissionen eventuelt ikke har truffet foranstaltninger, eller for eventuelle afvigelser fra disse henstillinger.
-



## LITTERATUR

- Ansideo, J., Bengtsson, E., Frison, D. og Ward, G. (2012), *Money market funds in Europe and financial stability*, ESRB Occasional Paper, nr. 1, juni.
- Baba, N., McCauley, R.N. og Ramaswamy, S. (2009), *US dollar money market funds and non-US banks*, *BIS Quarterly Review*, marts, s. 65-81.
- Baselkomitéen for Banktilsyn (2010), *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, december (rev. juni 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.
- Den Europæiske Centralbank, Den (2008), *ECB's forordning (EF) nr. 25/2009 af 19. december 2008 om den konsoliderede balance i MFI-sektoren (monetære og finansielle institutioner) (omarbejdning) (ECB/2008/32)*, EUT L 15 af 20.1.2009, s. 14.
- Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (2012), *Guidelines on ETFs and other UCIT issues — consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements*, 25. juli.
- Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg (2010), *CESR's guidelines on a common definition of European money market funds*, 19. maj.
- Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg (2007), *CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS*. marts.
- Duygan-Bump, B., Parkinson, P., Rosengren, E., Suarez, G. A. og 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*, undervejs.
- Europa-Kommissionen (2012), *Grønbog om skyggebanker*, 19. marts.
- Europa-Kommissionen (2012), *Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) — product rules, liquidity management, depository, money market funds, long-term investments*, høringsdokument, 26. juli.
- Europa-Parlamentet (2012), *Betænkning om skyggebanker*, Økonomi- og Valutaudvalget, 25. oktober.
- European Securities and Market Authority (2012), *Questions and answers — a common definition of European money market funds*, 20. februar.
- 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. og 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. og Metrick, A. (2010), *Regulating the shadow banking system*, *Brookings Papers on Economic Activity*, efteråret.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *Code of practice*.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *A comparison of money market fund ratings*, 19. juni.
- 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. oktober.
- Kacperczyk, M. og Schnabl, P. (2012), *How safe are money market funds?*, udkast, 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, juli.

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

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

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

Rådet for Finansiell Stabilitet (2012), *Strengthening oversight and regulation of shadow banking – an integrated overview of policy recommendations*, Consultative document, 18. november.

Rådet for Finansiell Stabilitet (2011), *Shadow banking: scoping the issues*, 12. 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. juni.

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

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

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

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

---