



GRUND- OG NÆRHEDSNOTAT TIL FOLKETINGETS EUROPAUDVALG

8. januar 2014

Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om pengemarkedsforeninger, KOM (2013) 615

1. Resumé

Kommissionen fremsatte den 4. september 2013 forslag til forordning om pengemarkedsforeninger samt en meddelelse, hvori Kommissionen beskriver deres oplæg til behandlingen af de risici, der opstår i skyggebanksystemet. Pengemarkedsforeninger er i nogle europæiske lande en vigtig kilde til kortsigtet finansiering for den offentlige sektor, finansielle institutioner og virksomheder, ligesom de er et alternativ til bankindsud for investorer med en kort placeringshorisont, som ønsker høj likviditet og begrænset risiko. Kommissionens formål med forslaget er at sikre integriteten og stabiliteten i det indre marked ved at gøre pengemarkedsforeningerne mere modstandsdygtige over for fremtidige finansielle kriser og samtidig sikre deres rolle som finansieringskilde for økonomien.

Foreningerne, som forslaget berører, er i forvejen reguleret ved direktiv om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektive investeringer i værdipapirer (UCITS-direktivet, 2009/65/EF) eller indirekte reguleret ved direktiv om forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF-direktivet, 2011/61/EU), men den eksisterende regulering tager ikke i tilstrækkelig grad stilling til virksomhedernes forretningsmodel og afledte effekter på likviditet.

2. Baggrund

Den 4. september 2013 fremlagde Kommissionen et forslag til en forordning om pengemarkedsforeninger. Pengemarkedsforeninger spiller en vigtig rolle i den finansielle sektor, hvor de tilbyder kortsigtet finansiering til udstedere og giver investorer en eksponering med karakteristika som bankindsud. Foreningerne og forvaltere er allerede reguleret igennem enten UCITS- eller FAIF-direktivet, men disse regimer udgør en væsentligt lettere regulering end den tilsvarende europæiske regulering af banksektoren. Forslaget har således til formål at skærpe produkt- og likviditetsreguleringen af pengemarkedsforeninger

Den finansielle krise viste en række svagheder ved foreningernes strukturer, som medførte, at de i stressede markeder ikke kunne opfylde deres likviditetsforpligtelser over for investorerne, og at de dermed i vid udstrækning var med til at forværre tilgangen til kortsigtet finansiering i EU. Endvidere medførte deres relation til andre europæiske finansielle virksomheder, der forventedes at støtte eller stille garantier, at foreningerne medførte øgede systemiske risici i det finansielle system.

Krisen tydeliggjorde således, at pengemarkedsforeningerne, som tidligere i vid udstrækning blev anset for at være stabile investeringsinstrumenter, kunne indebære betydelige systemiske risici. Med baggrund i disse risici har Kommissionen fremlagt et forslag, som vil gøre foreningerne mere robuste i perioder med finansiell usikkerhed til fordel for foreningernes investorer og det indre marked for kortsigtet finansiering i EU.

Kommissionen har samtidig offentliggjort en meddelelse¹ til Europa-Parlamentet og Rådet, om hvordan man tackler nye kilder til risici i den finansielle sektor. Meddelelsen beskriver, hvordan man kan mindske risikoen for regularbitrage, hvor finansielle risici flyttes til sektorer med mildere regulering, idet dette vil underminere resultaterne af de reformer som gennemføres i banksektoren. Af meddelelsen fremgår det, at grundet skyggebanksektorens størrelse og tætte forbindelser til den regulerede finansielle sektor, er der et behov for at introducere klare regler om skyggebanker, som vil være med til at skabe gennemsigtighed og øget stabilitet.

3. Formål og indhold

Traktatgrundlaget for forslaget er artikel 114 i Traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde (TEUF), hvorefter forslaget skal vedtages af Rådet med Europa-Parlamentet som medlovgiver.

Det overordnede formål med forordningen er iflg. Kommissionen at øge det indre markeds robusthed således, at virkningerne af en ny krise begrænses. Forslaget skal sikre investorerne homogene investeringsprodukter, som er sammenlignelige på tværs af medlemslandene samtidig med, at forvalterne af pengemarkedsfonde vil få gavn af harmoniserede produktregler. Endvidere vil udstedere af pengemarkedsinstrumenter få gavn af et mere stabilt miljø, der vil sikre foreningernes rolle som finansieringsværktøj også i krisetider.

Regulering af pengemarkedsforeninger

Kommissionens forslag til forordning fastsætter fælles regler for pengemarkedsforeningerne i EU. Pengemarkedsforeninger er en type investeringsforeninger, der investerer i kortfristede rentebærende papirer, som samlet set kan betegnes som pengemarkedsinstrumenter. Pengemarkedsforeninger an-

¹ Meddelelse fra Kommissionen til Rådet og Europa-Parlamentet: Skyggebanker – Hvordan tackles nye kilder til risici i den finansielle sektor (COM (2013) 614) offentliggjort 4. september 2013.

vendes hovedsagelig af selskaber, der ønsker at investere deres overskydende likviditet med en kort tidshorizont, f.eks. indtil en større udgift, eksempelvis løn, forfalder til betaling. Dermed udgør pengemarkedsforeningerne et alternativ til bankindlån.

Forordningens regler om pengemarkedsforeninger hænger nøje sammen med UCITS- og FAIF-direktivet, som udgør de retlige rammer for oprettelse, forvaltning og markedsføring af pengemarkedsforeningerne i EU. De nye fælles regler vil for eksisterende pengemarkedsforeninger føre til visse indskrænkninger i forhold til de nuværende regler under UCITS-direktivet navnlig i forhold til foreningernes investeringspolitik og porteføljesammensætning.

UCITS-direktivet afgrænser en pengemarkedsforening til en investeringsforening, der udelukkende investerer sine aktiver i likvide kortsigtede pengemarkedsinstrumenter eller indskud i kreditinstitutter. Foreningerne kan enten struktureres som standardpengemarkedsforeninger eller som pengemarkedsforeninger med kort løbetid. Forskellen mellem de to betegnelser ligger i kravene til porteføljesammensætningen og løbetiden på de instrumenter, foreningerne kan investere i.

Krav til diversificering

Det følger af Kommissionens forslag, at en pengemarkedsforening for at minimere risikoen mod en enkelt udsteder skal have en diversificeret portefølje. En forening må således højst investere op til 5 pct. af foreningens aktiver i f.eks. individuelle pengemarkedsinstrumenter, såsom obligationer eller individuelle indskud, indlån, i samme udsteder. Ligger investeringerne i de enkelte instrumenter fra udsteder i en pengemarkedsforening inden for denne grænse, er det imidlertid muligt for foreningen at investere op til 10 pct. af foreningens samlede balance i forskellige aktiver fra samme udsteder. For standardpengemarkedsforeninger er grænserne henholdsvis 10 pct. og 15 pct. Det er dog en forudsætning, at disse ikke er struktureret med konstant nettoaktivværdi (NAV), hvilket vil sige, at værdien af hvert investeringsbevis i foreningen er konstant (i stil med et almindeligt bankindskud).

I modsætning til UCITS-direktivet giver Kommissionens forslag imidlertid ikke mulighed for at placere op til 25 pct. af foreningens aktiver i særligt dækkede obligationer, særligt dækkede realkreditobligationer, realkreditobligationer eller obligationer, der er udstedt af kreditinstitutter i EU. I nærværende forslag er grænserne som beskrevet ovenfor (dvs. henholdsvis 5 og 10 pct. og 10 og 15 pct.).

Som en undtagelse fra førnævnte regler om diversificering må pengemarkedsinstrumenter udstedt eller garanteret af en statslig, regional eller lokal myndighed eller centralbank udgøre op til 100 pct. af en forenings aktiver, såfremt en række betingelser overholdes, herunder at pengemarkedsforeningens investorer skal oplyses herom, samt at instrumenter fra samme emission højst må udgøre 30 pct. af foreningens aktiver.

Porteføljebestemmelser

Det følger af forslaget, at standardpengemarkedsforeninger og pengemarkedsforeninger med kort løbetid skal konstruere deres porteføljer således, at mindst 10 pct. af aktiverne er placeret i aktiver med løbetid på op til en dag og mindst 20 pct. af aktiverne er placeret i aktiver med en løbetid på op til en uge. Endvidere for at sikre likviditeten i porteføljerne skal foreninger med kort løbetid konstruere deres porteføljer således, at de har en gennemsnitlig renteløbetid på højst 60 dage og en gennemsnitlig restlevetid på højst 120 dage. For standardpengeforeningerne vil grænserne hhv. være 6 måneder og 12 måneder.

Nettoaktivværdibuffer

For pengemarkedsforeninger med konstant NAV indeholder forslaget krav om, at disse foreninger til enhver tid skal opretholde en kontant buffer på 3 pct. af fondens aktiver. Bufferen medregnes ikke i de samlede aktiver. Når en investor trækker sit indskud ud af en forening med konstant NAV, indløser han altid til nominel værdi. Hvis det oprindelige indskud er 100 kr., modtager han derfor som minimum 100 kr., når han udtræder (indskyder modtager således mere, hvis der tilskrives renter). Dette skaber et problem, hvis værdien af foreningens aktiver falder til under værdien af indskuddene. I så fald vil de første til at indløse få alle deres penge ud, imens de sidste vil tage hele tabet. Derfor er formålet med bufferen at sikre, at foreningerne kan udligne eventuelle differencer mellem den konstante værdi af aktiverne, som investorerne kan indløse til og den reelle værdi af aktiverne i situationer med store indløsningskrav.

Eksempelvis reducerer bufferen risiciene for, at de kontante tab, der følger af en hurtig realisering af aktiver, trækker den reelle værdi under indløsningsværdien, ligesom bufferen kompenserer for eventuelle fald i realværdien af aktiverne. Således skal bufferen bidrage til, at tilliden til fondene i situationer med usikkerhed på de finansielle markeder i videst muligt omfang opretholdes.

Interne vurderingsprocedurer

For at begrænse afhængigheden af eksterne kreditvurderinger, og dermed reducere sandsynligheden for, at instrumenter alene vurderet af kreditvurderingsbureauer igen svækker den finansielle stabilitet, indeholder forslaget endvidere detaljerede regler om intern vurdering af kreditkvaliteten for de instrumenter, som foreningerne kan investere i. Vurderingsproceduren skal bygges op omkring et internt ratingsystem, hvor pengeinstrumenternes kreditkvalitet rates under hensyn til instrumentets udsteder og selve instrumentets karakteristika.

Kreditvurderinger af pengemarkedsforeninger

I forlængelse af reglen om indførelse af et internt ratingsystem indeholder forslaget også en regel om, at en forvalter eller forening ikke må anmode et kreditvurderingsbureau om en kreditvurdering af foreningen selv. Formålet

med dette er at sikre, at forvalteren og investorerne ophører med at forlade sig på eksterne kreditvurderinger, der kan være skadelige for pengemarkedets funktionsmåde, når der foretages nedgraderinger.

Kend din kunde-politik

Forslaget indeholder videre en række krav til, hvilke informationer foreningerne skal have om deres investorer for, at de kan forudse deres behov og adfærd. Foreningerne skal blandt andet kunne identificere mønstre i investorernes kontantbehov, forskelligheder i investorernes kompleksitet og risikoaversion, samt indbyrdes relationer mellem investorerne i den enkelte forening m.v.

Ekstern støtte

For at fjerne usikkerheden om, hvorvidt en pengemarkedsforening har adgang til støtte fra sin sponsor, samt for at minimere den systemiske risiko, hvis en forening får problemer med at opfylde dens indløsningskrav over for investorerne i kriseperioder, indeholder forslaget regler om begrænsning af ekstern støtte, og dermed begrænsning af risikoen for systemiske effekter. Foreninger med konstant NAV må kun anvende nettoaktivværdibufferen til støtte, mens standardpengemarkedsfonde som hovedregel slet ikke må modtage støtte fra finansielle institutioner eller kapitalforvaltere som har etableret foreningen eller har stillet garantier (foreningens sponsorer). Der er dog visse undtagelser, hvor ekstraordinære tilfælde, begrundet i systemiske eller ugunstige markedsforhold, kan medføre tilladelse til ekstraordinær støtte. Denne tilladelse gives af den kompetente myndighed, som i dansk kontekst vil være Finanstilsynet.

4. Europa-Parlamentets holdning

Der er ikke kendskab til Europa-Parlamentets holdning til Kommissionens forslag.

5. Nærhedsprincippet

Kommissionen fremhæver, at hensigten med forslaget ikke i tilstrækkelig grad kan opfyldes af medlemsstaterne, hvis de handler uafhængigt af hinanden. Der er tale om, at sikre ensrettede produktregler for pengemarkedsforeningerne, således at investeringsprodukter, der markedsføres som enten standardpengemarkedsforeninger eller pengemarkedsforeninger med kort løbetid på tværs af EU, har samme produktprofil. Kommissionen fremhæver, at dette vil forbedre investorbeskyttelsen og styrke det indre marked for disse produkter.

Kommissionen nævner endvidere, at eftersom pengemarkedsforeningerne investerer i et bredt spektrum af finansielle instrumenter i EU, vil det, hvis en pengemarkedsforening bliver nødlidende på grund af utilstrækkelig regulering på nationalt plan, have konsekvenser for finansieringsmulighederne

for den offentlige sektor, finansielle institutioner og virksomheder på tværs af EU.

Regeringens foreløbige vurdering er, at forslaget er i overensstemmelse med nærhedsprincippet, idet formålet er at øge det indre markedes robusthed og øge gennemsigtigheden af pengemarkedsforeningers produkter på tværs af medlemslandene, samt sikre foreningernes rolle som finansieringsværktøj på nationalt og europæisk plan. Det er regeringens vurdering, at det ikke er muligt at opnå dette alene gennem national regulering.

6. Gældende dansk ret

Pengemarkedsforeninger eller forvaltere af pengemarkedsforeninger er reguleret enten ved lov om investeringsforeninger m.v. (LIF) eller ved lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. (FAIF-loven). Forordningen om pengemarkedsforeninger vil være et supplement til produktreglerne i LIF, mens FAIF-loven ikke indeholder produktregler, da denne udelukkende regulerer forvalteren.

Forordningen er almenyldig og gælder umiddelbart i hver medlemsstat. Forordningen vil således føre til tilpasninger af lov om investeringsforeninger m.v., lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., lov om finansiell virksomhed samt bekendtgørelse om investerbare værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter for investeringsforeninger.

7. Lovgivningsmæssige og statsfinansielle konsekvenser

Forslaget til forordningen om pengemarkedsforeninger skal ses i sammenhæng med UCITS-direktivet (2009/65/EF), som er implementeret i dansk lov ved lov om investeringsforeninger m.v., der regulerer investeringsinstitutter UCITS, samt FAIF-direktivet (2011/61/EU), der er implementeret i dansk lov ved lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., som regulerer forvaltere af alternative investeringsfonde, herunder forvaltere af pengemarkedsforeninger konstrueret som alternative investeringsfonde.

Forordninger skal efter EU-retten ikke implementeres i national lovgivning og bliver umiddelbart gældende i dansk ret. Der kan imidlertid forekomme tilpasning af dansk lovgivning på visse områder. I forslagets nuværende form vil der være behov for ændringer i lov om finansiell virksomhed, lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., lov om investeringsforeninger m.v. samt bekendtgørelse om investerbare værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter for investeringsforeninger.

Forslaget har ingen væsentlige statsfinansielle konsekvenser, og forslaget medfører ingen nye tilsynsopgaver, da pengemarkedsforeningerne allerede er under tilsyn. Hvis der opstår behov for øgede ressourcer i Finanstilsynet, finansieres disse via gebyrer på virksomheder under tilsyn, som det er praksis for Finanstilsynet.

8. Samfundsøkonomiske konsekvenser

Forslaget kan forventes at have positive samfundsøkonomiske konsekvenser. Kommissionen ønsker med forslaget at øge den finansielle stabilitet, således at virkningerne af en ny krise begrænses.

Endvidere kan diversificeringsreglerne have positiv effekt på efterspørgslen efter danske realkreditobligationer og korte statspapirer, da flertallet af pengemarkedsforeningerne ligger uden for Danmark. Disse kan i medfør af diversificeringsreglerne øge graden af diversificering i deres porteføljer, hvilket kan bidrage til en øget efterspørgsel efter danske statsobligationer, særligt dækkede obligationer, særligt dækkede realkreditobligationer og realkreditobligationer, fordi netop disse papirer er særligt sikre. Denne effekt vil understøttes af eventuel undtagelse af særligt dækkede obligationer, særligt dækkede realkreditobligationer og realkreditobligationer fra diversificeringskravene.

Nettoaktivværdibufferen for foreninger med konstant NAV vil umiddelbart medføre en øget beskyttelse af investorerne, da den vil kunne absorbere tab op til 3 pct. Bufferen vil yderligere mindske omdømmerisikoen for forvalteren eller instituttet bag foreningen i det tilfælde, at foreningen skulle komme i vanskeligheder.

Den foreslåede buffer vil sænke det forventede afkast for investorerne, da det ikke forventes, at foreningerne vil bære omkostningen ved bufferen alene. Dette kan være med til at drive investorerne over i andre kortsigtede aktiver såsom bankinskud eller korte derivatinstrumenter. Dette kan subsidiært risikere at resultere i en lavere grad af diversificering og dermed bidrage til øget risiko for den enkelte investor. Det skal her bemærkes, at foreningerne både anvendes af professionelle og detailinvestorer, men i høj grad også af virksomheder, til placering af overskydende likviditet.

Slutteligt vil omkostningen ved bufferen formentlig også medføre, at de udstedere (hovedsageligt banker), som anvender foreningerne til kortsigtet funding, vil opleve, at deres funding bliver marginalt dyrere. Historisk set vil denne omkostning forsøges afdækket hos kunderne, hvilket kan resultere i stigende gebyrer eller ringere forrentning på indlån og højere renter på udlån for detailkunder og virksomheder. Dog er det regeringens foreløbige vurdering, at denne fundingrelaterede meromkostning for de danske banker er relativt lille.

9. Administrative konsekvenser for erhvervslivet

Forslaget medfører i sig selv begrænsede administrative konsekvenser for erhvervslivet, da reglerne i vid udstrækning er et supplement til de gældende produktregler for pengemarkedsforeninger. Endvidere bemærkes det, at der

i dag kun eksisterer tre pengemarkedsforeninger i Danmark. Disse er i europæisk kontekst samlet set af beskeden størrelse.

10. Høring

Forordningsforslaget har været i høring i EU-Specialudvalget for den finansielle sektor med frist til den 26. september 2013.

Realkreditrådet

Realkreditrådet (RKR) understreger, at de finder det væsentligt, at der gælder de samme regler for placering af foreningers aktiver i realkreditobligationer som i UCITS-direktivet. I denne sammenhæng støtter RKR, at der arbejdes på at tilpasse forslaget, så pengemarkedsforeninger fortsat kan placere op til 25 pct. af deres aktiver i realkreditobligationer fra samme udsteder.

Realkreditforeningen

Realkreditforeningen understreger, at de finder det væsentligt, at der arbejdes for en lempelse af kravene til diversificering, således at en forening får mulighed for at placere mere end 5 pct. af sine aktiver i realkreditobligationer fra samme udsteder.

11. Generelle forventninger til andre landes holdninger

Der er endnu ikke kendskab til andre landes holdninger til forslaget.

12. Regeringens foreløbige generelle holdning

Regeringen støtter Kommissionens forslag til forordning om pengemarkedsforeninger. Regeringen finder det positivt, at der med forslaget indføres et fælles regelsæt på produktniveau, som øger gennemsigtigheden for investorerne og robustheden af pengemarked som finansieringskilde for den offentlige sektor, finansielle institutioner og virksomheder i medlemslandene.

Det er endvidere positivt, at forslaget sigter efter at begrænse den systemiske risiko, som forholdet mellem pengemarkedsforeningerne og deres sponsorer kan medføre. Dette vil være med til at begrænse virkningerne af en ny krise og gøre det nemmere at isolere foreninger i nød, således at problemerne ikke spredes til resten af det finansielle system.

Regeringen bemærker imidlertid, at kravene til diversificering ikke indeholder UCITS-direktivets muligheder for, at en pengemarkedsforening kan placere op til 25 pct. af foreningens aktiver i særligt dækkede obligationer, særligt dækkede realkreditobligationer og realkreditobligationer udstedt af samme udsteder. Regeringen vil derfor arbejde for, at særligt dækkede obligationer, særligt dækkede realkreditobligationer og realkreditobligationer, der er udstedt af kreditinstitutter i EU, kan indgå i gruppen af aktiver med høj kvalitet, og for en lempelse af kravene til diversificering, således at en forening får mulighed for at placere mere end 5 pct. af sine aktiver i særligt

dækkede obligationer, særligt dækkede realkreditobligationer og realkreditobligationer fra samme udsteder.

Slutteligt er det regeringens opfattelse, at kravet om, at en pengemarkedsforening eller en forvalter af en pengemarkedsforening ikke må anmode om eller betale for en kreditvurdering fra et kreditvurderingsbureau, vil skabe en utilsigtet ulighed mellem investorerne. Mindre professionelle investorer og detailinvestorer vil ikke have ressourcerne til egenhændigt at foretage kreditvurdering af de enkelte foreninger, hvorfor deres investeringsbeslutning vil blive truffet på et ringere grundlag end det, investorer med de fornødne ressourcer vil have. Regeringen vil derfor arbejde for, at foreningerne får mulighed for at anmode om og betale for ekstern kreditvurdering fra kreditvurderingsbureauer.

13. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg

Sagen har ikke tidligere været forelagt Folketingets Europaudvalg.