

I

(Rezolucje, zalecenia i opinie)

ZALECENIA

EUROPEJSKA RADA DS. RYZYKA SYSTEMOWEGO

ZALECENIE EUROPEJSKIEJ RADY DS. RYZYKA SYSTEMOWEGO

z dnia 20 grudnia 2012 r.

w sprawie funduszy rynku pieniężnego

(ERRS/2012/1)

(2013/C 146/01)

RADA GENERALNA EUROPEJSKIEJ RADY DS. RYZYKA SYSTEMOWEGO,

uwzględniając rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1092/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie unijnego nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym i ustanowienia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego⁽¹⁾, w szczególności art. 3 ust. 2 lit. b), d) i f) oraz art. 16–18

uwzględniając decyzję Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego ERRS/2011/1 z dnia 20 stycznia 2011 r. ustanawiającą regulamin Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego⁽²⁾, w szczególności art. 15 ust. 3 lit. e) oraz art. 18–20,

a także mając na uwadze, co następuje:

- (1) Fundusze rynku pieniężnego (FRP), choć podlegają regulacjom rynków papierów wartościowych, są kluczowym składnikiem równoległego systemu bankowego, w szczególności z uwagi na fakt, że dokonują przekształcenia terminów zapadalności i płynności i mogą w związku z tym być źródłem ryzyka systemowego.
- (2) Inwestorzy mogą postrzegać FRP, w szczególności fundusze o stałej wartości aktywów netto, które dążą do utrzymania niezmiennej wartości nominalnej, jako bezpieczną alternatywę dla depozytów bankowych. FRP nie mają jednak bezpośredniego dostępu do publicznej sieci bezpieczeństwa, np. finansowania z banku centralnego i gwarantowania depozytów. Istnieje więc ryzyko ich pomylenia z depozytami bankowymi, które taką siecią bezpieczeństwa są objęte.
- (3) Z zasady FRP nie otrzymują formalnego i konkretnego wsparcia od jednostek sponsorujących, które często są

bankami, choć było kilka wypadków, gdy jednostki sponsorujące *ex post* aktywnie wsparły fundusze w złej sytuacji na zasadzie uznaniowości.

- (4) Badania ekonomiczne dostarczają dowodów, że sposób działania i sam charakter FRP sprawiają, że są one podatne na powodujące destabilizację ucieczki inwestorów, które mogą szybko przenosić się między funduszami, co może odbić się na płynności i dostępności kredytów krótkoterminowych, w szczególności dla banków. Ryzyko ucieczki inwestorów może być wyższe w przypadku funduszy o stałej wartości aktywów netto, w sytuacji, kiedy istnieje przekonanie, że fundusze te nie zapewnią oczekiwanego przez inwestorów umorzenia po cenie emisyjnej.
- (5) Choć FRP nie spowodowały kryzysu finansowego z lat 2007–2008, ich działalność w okresie zawirowań na rynku finansowym uwypukliła związane z nimi ryzyko przeniesienia, a nawet wzmocnienia kryzysu. Doświadczenia lat 2007–2008 wskazują, że FRP mogą być podatne na ucieczki inwestorów oraz mogą potrzebować wsparcia jednostek sponsorujących, w szczególności w celu utrzymania stałej wartości aktywów netto.
- (6) Potencjalne ryzyka systemowe związane z FRP dotyczą zatem przewagi pierwszego gracza, co szczególnie odnosi się do funduszy o stałej wartości aktywów netto, nieformalnego i uznaniowego charakteru wsparcia ze strony jednostek sponsorujących oraz bliskiego wzajemnego powiązania między FRP a resztą systemu, w szczególności bankami i rynkami pieniężnymi.
- (7) Po przeanalizowaniu przyczyn ostatniego kryzysu finansowego różne krajowe organy regulacyjne i organizacje międzynarodowe zasygnalizowały potrzebę reform strukturalnych w zakresie funduszy rynku pieniężnego. Dnia 27 października 2011 r. Rada Stabilności Finansowej

⁽¹⁾ Dz.U. L 331 z 15.12.2010, s. 1.

⁽²⁾ Dz.U. C 58 z 24.2.2011, s. 4.

(FSB) opublikowała zestaw wyjściowych rekomendacji w sprawie wzmocnienia nadzoru i regulacji dotyczących równoległego systemu bankowego. W szczególności FSB za kluczowe uznała kwestie obowiązkowego przechodzenia na model zmiennej wartości aktywów netto, wymogów kapitałowych i płynnościowych dotyczących funduszy o stałej wartości aktywów netto, a także inne możliwe koncepcje regulacyjne.

- (8) Na wniosek FSB Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO) wydała dnia 9 października 2012 r. rekomendacje regulacyjne zmierzające do ograniczenia podatności FRP na ryzyko ucieczki inwestorów. Znaczna część tych rekomendacji IOSCO została już wdrożona na poziomie Unii Europejskiej, nadal pozostają jednak pewne luki.
- (9) Amerykańskie organy regulacyjne pracują nad zmianą zasad dotyczących FRP. W szczególności Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) zmieniła zasadę 2a-7. Ponadto dnia 13 listopada 2012 r. Rada Nadzoru nad Stabilnością Finansową (FSOC) udostępniła do konsultacji publicznych projekt rekomendacji dotyczących amerykańskich funduszy rynku pieniężnego (mutual money market funds).
- (10) W maju 2010 r. Komitet Europejskich Organów Nadzoru nad Rynkiem Papierów Wartościowych (CESR) opublikował wytyczne w sprawie wspólnej definicji europejskich funduszy rynku pieniężnego ustanawiające nowe wspólne standardy w celu eliminacji mankamentów, które objawiły się podczas kryzysu finansowego. Wytyczne te określają w szczególności ścisłe standardy w zakresie jakości i zapadalności portfela, zarządzania ryzykiem i ujawniania informacji. Te niewiązące wytyczne są adresowane zarówno do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), jak i do funduszy rynku pieniężnego niebędących UCITS, i zostały wdrożone przez państwa członkowskie na poziomie krajowym.
- (11) Komisja Europejska zasygnalizowała zamiar stworzenia nowych unijnych środków ustawodawczych dotyczących UCITS i zbadała w szczególności potrzebę wprowadzenia bardziej szczegółowych i zharmonizowanych regulacji dotyczących FRP ⁽¹⁾.
- (12) Zgodnie z rozporządzeniem (UE) nr 1092/2010 Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego (ERRS) może kierować do Komisji zalecenia dotyczące stosownych przepisów unijnych. Zalecenia te mają na celu przekazanie wskazówek w tym zakresie Komisji, a także Europejskiemu Urzędowi Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych w jego roli doradczej i regulacyjnej.
- (13) Możliwość ucieczki inwestorów dotyczy wprawdzie wszystkich typów funduszy, w których występuje niedopasowanie terminów zapadalności lub płynności, ale

pewne cechy funduszy o stałej wartości aktywów netto wskazują, że w ich wypadku występuje większe prawdopodobieństwo, że w okresach napięć na rynkach inwestor będzie dążyć do uzyskania „przewagi pierwszego gracza”. Przejście na model zmiennej wartości aktywów netto może zmniejszyć zachęty dla posiadaczy jednostek do ucieczki, kiedy fundusz wykaże umiarkowaną stratę, oraz dodatkowo zwiększyć przejrzystość cen. Przejście na model zmiennej wartości aktywów netto może także pomóc w rozwiązaniu problemu ryzyka systemowego związanego z wzajemnymi powiązaniami między FRP a jednostkami sponsorującymi, a także zmniejszyć potrzebę wsparcia ze strony jednostek sponsorujących i znaczenie takiego wsparcia.

- (14) Stosowanie przez FRP co do zasady metody wartości godziwej, a w ograniczonej liczbie przypadków metody zamortyzowanego kosztu, zapewni inwestorom przejrzystość cen, zwiększy ich zrozumienie ryzyka związanego z działalnością FRP oraz uwydatni różnicę między FRP a depozytami bankowymi.
- (15) Płynne aktywa umożliwiają FRP wypłatę środków posiadaczom jednostek funduszu żądającym ich umorzenia i unikanie wyprzedzaży aktywów ze stratą, a także pomagają zapobiegać przenoszeniu się niekorzystnych skutków na inne fundusze utrzymujące podobne papiery wartościowe. Dlatego też wyraźne określenie minimalnych kwot aktywów o płynności dziennej i tygodniowej umożliwi FRP realizację potencjalnie znacznych zleceń umorzenia i przetrwanie okresów zmienności na rynkach. Skuteczne narzędzia radzenia sobie z ograniczeniami płynności, takie jak tymczasowe zawieszenie umorzeń, pomogą FRP w okresach napięć.
- (16) Dodatkowe wymogi w zakresie ujawniania przez FRP informacji dotyczących ważnych kwestii, takich jak brak gwarancji kapitału, wsparcie ze strony jednostek sponsorujących oraz zasady wyceny, zagwarantują pełną wiedzę inwestorów o istniejących ryzykach.
- (17) Bardziej szczegółowa sprawozdawczość FRP pozwoli organom nadzorczym lepiej zrozumieć rozwój sytuacji w branży FRP i rozpoznać źródła ryzyka. Dlatego też regularna sprawozdawczość FRP powinna zostać dodatkowo poszerzona, w szczególności w odniesieniu do układu aktywów i pasywów, stosowania metody zamortyzowanego kosztu oraz wsparcia ze strony jednostek sponsorujących. Właściwe krajowe organy nadzorcze powinny przekazywać odpowiednie informacje innym właściwym władzom na poziomie krajowym i europejskim.
- (18) Zgodnie z motywem 29 rozporządzenia (UE) nr 1092/2010 podczas przygotowywania niniejszego zalecenia pod uwagę zostały wzięte obserwacje odpowiednich zainteresowanych podmiotów należących do odpowiedniego sektora prywatnego.
- (19) Niniejsze zalecenie nie narusza kompetencji banków centralnych Unii w zakresie polityki pieniężnej.

⁽¹⁾ Dokument konsultacyjny pt. „Consultation on Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments”, 26 lipca 2012 r.

(20) Zalecenia ERRS są publikowane po poinformowaniu Rady Unii Europejskiej o takim zamiarze Rady Generalnej i umożliwieniu Radzie zajęcia stanowiska w tym zakresie,

PRZYJMUJE NINIEJSZE ZALECENIE:

DZIAŁ 1
ZALECENIA

Zalecenie A – Obowiązkowe przejście na zmienną wartość aktywów netto

Zaleca się, by Komisja zapewniła we właściwych unijnych przepisach prawnych:

- 1) wymóg stosowania przez fundusze rynku pieniężnego (FRP) zmiennej wartości aktywów netto;
- 2) wymóg powszechnego stosowania przez FRP wyceny według wartości godziwej oraz ograniczenia stosowania wyceny według zamortyzowanego kosztu do kilku z góry określonych sytuacji.

Zalecenie B – Wymogi płynnościowe

Zaleca się, by Komisja zapewniła we właściwych unijnych przepisach prawnych:

- 1) uzupełnienie istniejących wymogów płynnościowych dotyczących FRP o formalne wyznaczenie minimalnych kwot aktywów o płynności dziennej i tygodniowej, jakie muszą być utrzymywane przez FRP;
- 2) zwiększenie odpowiedzialności zarządzających funduszami w zakresie monitorowania ryzyka płynności;
- 3) wyposażenie krajowych organów nadzorczych i zarządzających funduszami w skuteczne narzędzia, np. czasowe zawieszenie umorzeń, pozwalające radzić sobie z ograniczeniami płynności w okresach napięć, wynikającymi zarówno z czynników oddziałujących tylko na dany fundusz, jak i wpływających na cały rynek.

Zalecenie C – Publiczne ujawnianie informacji

Zaleca się, by Komisja zapewniła we właściwych unijnych przepisach prawnych:

- 1) wymóg ujawniania przez FRP określonych informacji – również w materiałach marketingowych – które zwrócą uwagę inwestorów na brak gwarancji kapitału i możliwość jego utraty;
- 2) wymóg, że w ujawnianych publicznie informacjach FRP mogą wspominać o możliwości uzyskania wsparcia od sponsora oraz jego zdolności do udzielenia wsparcia lub ochrony jedynie wtedy, gdy do tego wsparcia lub ochrony sponsor zobowiązał się w sposób wiążący, co oznacza, że

wsparcie to musi być uwzględnione w sprawozdaniu finansowym sponsora i wymogach ostrożnościowych;

- 3) wymóg ujawniania przez FRP stosowanych metod wyceny, zwłaszcza w zakresie wyceny według zamortyzowanego kosztu, oraz udzielania inwestorom odpowiednich informacji o procedurach umarzania w okresach napięć.

Zalecenie D – Sprawozdawczość i przekazywanie informacji

1. Zaleca się, by Komisja zapewniła we właściwych unijnych przepisach prawnych:
 - a) wymóg zgłaszania właściwym krajowym organom nadzorczym przez FRP lub jego zarządzającego oraz przez sponsora każdego przypadku wsparcia ze strony sponsora, które może wpłynąć na cenę funduszu, wraz z opisem charakteru i wielkości tego wsparcia;
 - b) rozszerzenie regularnej sprawozdawczości FRP;
 - c) zapewnienie, by właściwe krajowe organy nadzorcze przekazywały informacje, o których mowa w lit. a) i b), innym krajowym organom nadzorczym w danym państwie członkowskim lub z innych państw członkowskich oraz Europejskim Urzędowi Nadzoru, członkom Europejskiego Systemu Banków Centralnych i ERRS.
2. Zaleca się, by Komisja działała na rzecz opracowania jednolitych sprawozdań i jednolitego zbioru danych, o których mowa w pkt 1 lit. b), oraz organizacji przekazywania informacji, o którym mowa w pkt 1 lit. c).

DZIAŁ 2

IMPLEMENTACJA

1. Interpretacja

1. Użyte w niniejszym zaleceniu wyrażenia oznaczają:
 - a) „instytucja kredytowa” – instytucję kredytową w rozumieniu art. 4 ust. 1 dyrektywy 2006/48/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe ⁽¹⁾;
 - b) „krajowy organ nadzorczy” – właściwe organy lub organy nadzorcze w rozumieniu art. 1 ust. 3 lit. f) rozporządzenia (UE) nr 1092/2010;
 - c) „fundusze rynku pieniężnego” – podlegające regulacji i nadzorowi unijne przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania, których głównym celem jest utrzymanie kapitału funduszu przy jednoczesnym osiągnięciu zwrotu zgodnie ze stopami rynku pieniężnego, poprzez inwestowanie w instrumenty rynku pieniężnego lub depozyty przyjmowane przez instytucje kredytowe;

⁽¹⁾ Dz.U. L 177 z 30.6.2006, s. 1.

- d) „fundusz o zmiennej wartości aktywów netto” – fundusz rynku pieniężnego, który nie dąży do utrzymania niezminionej wartości nominalnej aktywów, w związku z czym wartość jego aktywów netto zmienia się. Aktywa takiego funduszu zasadniczo wycenia się według wartości godziwej;
 - e) „fundusz o stałej wartości aktywów netto” – fundusz rynku pieniężnego, który dąży do utrzymania niezminionej wartości nominalnej aktywów. Aktywa takiego funduszu zasadniczo wycenia się według zamortyzowanego kosztu;
 - f) „metoda zamortyzowanego kosztu” – metodę księgową, która uwzględnia koszt nabycia papieru wartościowego i koryguje tę wartość o amortyzację premii lub dyskonta do terminu zapadalności.
2. Załącznik stanowi integralną część niniejszego zalecenia. W przypadku rozbieżności pomiędzy częścią główną zalecenia a załącznikiem decydujące znaczenie mają postanowienia części głównej.

2. Kryteria implementacji

1. Do implementacji niniejszego zalecenia stosuje się następujące kryteria:
 - a) niniejsze zalecenie obejmuje wszystkie FRP zgodnie z ich definicją;
 - b) należy unikać arbitrażu regulacyjnego;
 - c) przy implementacji zaleceń należy przestrzegać zasady proporcjonalności, z uwzględnieniem celu i treści poszczególnych zaleceń;
 - d) szczegółowe kryteria implementacji niniejszego zalecenia zawarte są w załączniku.
2. Komisja informuje ERRS i Radę o działaniach podejmowanych na podstawie niniejszego zalecenia bądź odpowiednio uzasadnia brak działania w tym zakresie. Informacja taka powinna zawierać co najmniej:
 - a) informacje dotyczące treści i harmonogramu podjętych działań, w tym działań podjętych względem Europejskich Urzędów Nadzoru;
 - b) ocenę funkcjonowania podjętych działań z perspektywy celów niniejszego zalecenia;

- c) szczegółowe uzasadnienie niepodjęcia działań lub odstępstw od postanowień niniejszego zalecenia, w tym opóźnień.

3. Harmonogram informowania o realizacji zaleceń

1. Komisja poinformuje ERRS i Radę o działaniach podjętych w celu realizacji zaleceń, a w razie niepodjęcia działań przedstawi odpowiednie uzasadnienie, w następujących terminach:
 - a) do dnia 30 czerwca 2013 r. Komisja przekaże ERRS sprawozdanie okresowe zawierające wstępną ocenę implementacji zaleceń;
 - b) do dnia 30 czerwca 2014 r. Komisja przekaże ERRS i Radzie sprawozdanie końcowe dotyczące implementacji zaleceń.
2. Jeżeli realizacja jednego lub większej liczby zaleceń wymaga podjęcia inicjatyw ustawodawczych, Rada Generalna może przedłużyć termin określony w ppkt 1.

4. Monitorowanie i ocena

1. Sekretariat ERRS:
 - a) udziela pomocy Komisji, w tym poprzez dostarczanie odpowiednich wzorów i formularzy oraz, w razie potrzeby, szczegółowe określanie trybu i terminów informowania o realizacji zaleceń;
 - b) weryfikuje realizację zaleceń przez Komisję, w tym poprzez udzielanie Komisji pomocy na jej wniosek, oraz składa Radzie Generalnej za pośrednictwem Komitetu Sterującego sprawozdania dotyczące realizacji zaleceń.
2. Rada Generalna ocenia działania Komisji i przedstawiane przez nią uzasadnienia oraz, w razie potrzeby, stwierdza nieodpowiednie zastosowanie się do niniejszego zalecenia lub brak odpowiedniego uzasadnienia niepodjęcia działań.

Sporządzono we Frankfurcie nad Menem dnia 20 grudnia 2012 r.

Mario DRAGHI
Przewodniczący ERRS

ZAŁĄCZNIK DO ZALECENIA ERRS W SPRAWIE FUNDUSZY RYNKU PIENIĘŻNEGO

SPIS TREŚCI

	Strona
WYKAZ SKRÓTÓW	6
STRESZCZENIE	7
WSTĘP	8
I. OSTATNIE INICJATYWY REGULACYJNE	8
I.1 Inicjatywy międzynarodowe	8
I.2 Inicjatywy europejskie	9
II. FRP A STABILNOŚĆ FINANSOWA	10
II.1 Przewaga pierwszego gracza	10
II.2 Wsparcie ze strony sponsora	11
II.3 Obecne otoczenie gospodarcze	12
III. STRUKTURA EUROPEJSKIEJ BRANŻY FRP	12
III.1 Zakres doraźnego badania ERRS	12
III.2 Aktywa FRP	14
III.3 Inwestorzy FRP	19
III.4 Koncentracja branży	21
III.5 Fundusze CNAV – odchylenie od wartości emisyjnej	22
IV. ZALECENIA ERRS	23
IV.1 Zakres zaleceń	23
IV.2 Zalecenie A – Obowiązkowe przejście na zmienną wartość aktywów netto	23
IV.2.1 Uzasadnienie ekonomiczne	23
IV.2.2 Ocena	26
IV.3 Zalecenie B – Wymogi płynnościowe	30
IV.3.1 Uzasadnienie ekonomiczne	30
IV.3.2 Ocena	33
IV.4 Zalecenie C – Publiczne ujawnianie informacji	34
IV.4.1 Uzasadnienie ekonomiczne	34
IV.4.2 Ocena	34
IV.5 Zalecenie D – Sprawozdawczość i przekazywanie informacji	35
IV.5.1 Uzasadnienie ekonomiczne	35
IV.5.2 Ocena	35
IV.6 Informowanie o realizacji zaleceń	36
IV.6.1 Terminy	36
IV.6.2 Kryteria zgodności	36
IV.6.3 Sprawozdania z realizacji	37
BIBLIOGRAFIA	39

WYKAZ SKRÓTÓW

- ABS:** asset-backed securities (papiery wartościowe zabezpieczone aktywami)
- CESR:** Committee of European Securities Regulators (Komitet Europejskich Organów Nadzoru nad Rynkiem Papierów Wartościowych)
- CNAV:** constant net asset value (stała wartość aktywów netto)
- EBC:** Europejski Bank Centralny
- ERRS:** Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego
- ESBC:** Europejski System Banków Centralnych
- EUN:** Europejski Urząd Nadzoru
- EUNGiPW:** Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych
- FRP:** fundusze rynku pieniężnego
- FSB:** Financial Stability Board (Rada Stabilności Finansowej)
- FSOC:** Financial Stability Oversight Council (Rada Nadzoru nad Stabilnością Finansową)
- IMMFA:** Institutional Money Market Funds Association
- IOSCO:** International Organization of Securities Commissions (Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych)
- MIF:** monetarne instytucje finansowe
- NAV:** net asset value (wartość aktywów netto)
- PIF:** pozostałe instytucje finansowe
- RŚ:** reszta świata
- SEC:** Securities and Exchange Commission (Komisja Papierów Wartościowych i Giełd)
- UCITS:** undertakings for collective investments in transferable securities (przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe)
- UE:** Unia Europejska
- VNAV:** variable net asset value (zmienna wartość aktywów netto)
- ZAFI:** zarządzający alternatywnym funduszem inwestycyjnym

STRESZCZENIE

Niniejszy załącznik przedstawia szerszy kontekst zaleceń ERRS, których celem jest wsparcie i ocena wdrożenia w Europie zaproponowanych przez Radę Stabilności Finansowej (FSB) reform równoległego systemu bankowego w odniesieniu do funduszy rynku pieniężnego (FRP). FRP są kluczowym elementem równoległego systemu bankowego. Podobnie jak banki, FRP dokonują przekształcenia terminów zapadalności i płynności i mogą być postrzegane przez inwestorów jako bezpieczna alternatywa dla depozytów bankowych (zwłaszcza w wypadku funduszy typu CNAV, które dążą do utrzymania niezmiennego wartości nominalnej). Jednak FRP, choć są objęte regulacjami dotyczącymi papierów wartościowych, nie podlegają wymogom regulacyjnym mającym zastosowanie do banków i w pewnych przypadkach mogą być szczególnie podatne na powodujące destabilizację ucieczki inwestorów. FRP mogą być zatem źródłem znacznego ryzyka systemowego. Kolejnym czynnikiem ryzyka związanego z FRP jest nieformalne i uznaniowe wsparcie ze strony sponsorów; prawdopodobieństwo wsparcia może być większe w wypadku funduszy typu CNAV.

Problem ryzyka związanego z FRP jest przedmiotem różnych międzynarodowych i europejskich inicjatyw regulacyjnych (np. rekomendacji IOSCO z października 2012 r. i wytycznych CESR/EUNGiPW z maja 2010 r.). Oczekuje się ponadto, że we wrześniu 2013 r. FSB wyda ostateczne rekomendacje w sprawie wszystkich aspektów bankowości równoległej. W USA ramy regulacyjne dotyczące FRP mogą jeszcze ulec zmianie w wyniku przekazania projektu zaleceń FSOC do publicznej konsultacji w listopadzie 2012 r. W Europie w pierwszym kwartale 2013 r. Komisja Europejska ma wydać projekt legislacyjny, który zreformuje ramowe zasady dotyczące przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) i funduszy rynku pieniężnego. Zalecenia ERRS wraz z niniejszym załącznikiem mają stanowić materiał do prac Komisji w tej ważnej dziedzinie.

Charakterystyka europejskiej branży FRP

Na potrzeby oceny potencjalnych skutków zaleceń ERRS opracowano szczegółową charakterystykę europejskiej branży FRP, z uwzględnieniem m.in. danych zebranych w doraźnym badaniu. W Europie FRP zarządzają aktywami o wartości ok. 1 bln EUR, przy czym 95% łącznych aktywów FRP przypada na trzy kraje – Francję, Irlandię i Luksemburg. Inwestorami francuskich FRP są głównie podmioty krajowe, a funduszy z Irlandii i Luksemburga – w dużej części nierezydenci. Większość FRP w Europie ma zezwolenie na prowadzenie działalności na podstawie przepisów regulacyjnych dotyczących UCITS. Na pięć najważniejszych grup zarządzających FRP w Europie przypada 40% całej branży; cztery z tych pięciu grup są powiązane z bankami.

FRP odgrywają ważną rolę na rynkach pieniężnych: szacuje się, że w ich posiadaniu jest ok. 25% wszystkich krótkoterminowych papierów dłużnych wyemitowanych w strefie euro. Około 75% ekspozycji FRP przypada na MIF, w wypadku Irlandii głównie spoza UE. Fundusze irlandzkie i luksemburskie utrzymują przeważającą część swoich aktywów w walutach obcych, głównie w USD i GBP.

W ujęciu łącznym europejskie FRP są wykorzystywane głównie przez inwestorów instytucjonalnych, choć w kilku krajach są produktem typowo detalicznym. Same MIF są ważnym inwestorem FRP (ponad 30% łącznej bazy inwestorów), preferującym fundusze typu CNAV. Dużą część bazy inwestorów FRP w Europie, a zwłaszcza funduszy typu CNAV w Irlandii, stanowią podmioty spoza UE. Wzajemne powiązania między FRP a resztą systemu finansowego wzmacnia dodatkowo ich relacja ze sponsorami, z których znaczną część stanowią banki.

Nieco ponad 40% aktywów w zarządzaniu tej branży jest inwestowanych przez fundusze typu CNAV. Dwie trzecie europejskich funduszy typu CNAV ma siedzibę w Irlandii, a jedna trzecia – w Luksemburgu. Z reguły fundusze te są dużo większe niż fundusze typu VNAV, mają dużo bardziej zachowawcze podejście do ryzyka, krótsze terminy zapadalności, wyższy poziom płynności i większą bazę inwestorów spoza UE. Należy przy tym zauważyć, że wytyczne CESR/EUNGiPW z 2010 r. określają standardy dla FRP w zakresie dopuszczanych aktywów oraz jakości i terminów zapadalności. Zgodnie z wynikami doraźnego badania ERRS ok. 27% zbadanych funduszy typu CNAV w ciągu ostatnich pięciu lat wykazywało odchylenia między ceną emisyjną i wartością rynkową swoich aktywów o więcej niż 10 pkt bazowych; żaden z tych funduszy nie przedstawił danych o wsparciu ze strony sponsora.

Zalecenia ERRS

Zalecenia ERRS są podobne do rekomendacji IOSCO opublikowanych w październiku 2012 r. W aspekcie przeciwdziałania ryzyku systemowemu głównym celem prac IOSCO jest zmniejszenie podatności FRP na ryzyko ucieczki inwestorów. Uzupełnieniem zaleceń ERRS, opartych m.in. na specjalnie wykonanym badaniu, jest analiza jakościowa i ilościowa przeprowadzona w celu wyjaśnienia, czy zmiana modelu działalności w następstwie reformy pociągnęłaby za sobą znaczne skurczenie się branży FRP, zwłaszcza że jednocześnie odczuwa ona negatywne skutki niskiego poziomu stóp procentowych. Zalecenia obejmują cztery następujące bloki tematyczne.

Obowiązkowe przejście na zmienną wartość aktywów netto. FRP powinny być zobowiązane do stosowania modelu VNAV. Wzmocniłoby to ich cechy inwestycyjne, a ograniczyło – cechy upodabniające je do depozytów. Wymóg ten zmniejszy zachęty dla inwestorów do wycofywania środków, zwiększy przejrzystość cen i osłabi wzajemne powiązania w obrębie systemu finansowego. Ponadto zaleca się, by FRP powszechnie stosowały wycenę według wartości godziwej, zaś wycena według zamortyzowanego kosztu powinna ograniczać się do kilku z góry określonych przypadków.

Wymogi płynnościowe. Należy doprecyzować istniejące wymogi w zakresie płynności poprzez formalne określenie minimalnych kwot aktywów o płynności dziennej i tygodniowej, jakie muszą utrzymywać FRP. Należy zwiększyć odpowiedzialność zarządzających funduszami w zakresie monitorowania ryzyka płynności. Na koniec należy wprowadzić skuteczne narzędzia, np. tymczasowe zawieszenie umorzeń, pozwalające poradzić sobie z niedoborem płynności w okresach napięć – wynikających zarówno z czynników oddziałujących tylko na dany fundusz, jak i z czynników dotyczących całego rynku.

Publiczne ujawnianie informacji. Materiały marketingowe FRP powinny zwracać uwagę inwestorów na brak gwarancji kapitału i możliwość jego utraty. Należy wprowadzić zakaz podawania informacji mogących stworzyć wrażenie, że istnieje wsparcie ze strony sponsora lub jest on zdolny do jego udzielenia, chyba że sponsor zobowiązał się do wsparcia w sposób wiążący – w takim wypadku powinno ono być uwzględnione w sprawozdaniu finansowym sponsora i wymogach ostrożnościowych. Wreszcie w materiałach takich należy przedstawić stosowane zasady wyceny, zwłaszcza w odniesieniu do metody zamortyzowanego kosztu, oraz informację o możliwości zawieszenia zapisów i umorzeń, także w okresach napięć.

Sprawozdawczość i przekazywanie informacji. Wszystkie przypadki wsparcia ze strony sponsora należy zgłaszać właściwym krajowym organom nadzoru, które powinny przekazywać te informacje innym zainteresowanym organom krajowym i europejskim. Regularna sprawozdawczość FRP wymaga dalszego rozszerzenia i harmonizacji. W odpowiednich wypadkach właściwe krajowe organy nadzoru powinny przekazywać informacje innym zainteresowanym organom (krajowym, zagranicznym i europejskim).

WSTĘP

Celem zaleceń ERRS i uzupełniającej je analizy jest ocena potencjalnego wpływu rekomendacji IOSCO z października 2012 r. w sprawie funduszy rynku pieniężnego (FRP) na europejską branżę FRP w aspekcie stabilności finansowej. Niniejszy załącznik, przedstawiający informacje pomocnicze i zalecenia dla twórców polityki UE, koncentruje się na kwestiach związanych z wdrożeniem, które mają największe znaczenie dla stabilności finansowej.

Przedstawiona tu analiza jakościowa i ilościowa opiera się na różnych źródłach informacji, w tym badaniach naukowych, wcześniejszych pracach ERRS dotyczących FRP, statystykach EBC oraz doraźnym badaniu przeprowadzonym przez ERRS w celu pozyskania bardziej szczegółowych informacji niż zawarte w publicznie dostępnych źródłach. ERRS zorganizowała też spotkanie przy okrągłym stole z uczestnikami rynku, aby poznać poglądy branży FRP.

Część I załącznika przedstawia najnowsze międzynarodowe i europejskie inicjatywy regulacyjne związane z FRP, czyli szersze tło zaleceń ERRS. W **części II** omówiono pokrótce źródła ryzyka systemowego związanego z FRP, którego ograniczenie jest celem zaleceń. **Część III**, stanowiąca analityczną podstawę zaleceń, przedstawia strukturę rynku branży FRP w Europie, z uwzględnieniem tych elementów rynku, które są szczególnie istotne z punktu widzenia ryzyka systemowego. W **części IV** omówiono kolejno wszystkie zalecenia ERRS, z podaniem uzasadnienia ekonomicznego, oceny i kryteriów zgodności.

I. OSTATNIE INICJATYWY REGULACYJNE

I.1 Inicjatywy międzynarodowe

Po przeanalizowaniu przyczyn ostatniego kryzysu finansowego różne krajowe organy regulacyjne i organizacje międzynarodowe stwierdziły, że potrzebne są reformy strukturalne w zakresie funduszy rynku pieniężnego (FRP). Na szczycie w Seulu w listopadzie 2010 r. przywódcy państw grupy G-20 zwrócili się do **Rady Stabilności Finansowej (FSB)** o opracowanie rekomendacji w sprawie wzmocnienia nadzoru i regulacji dotyczących równoległego systemu bankowego. Dnia 27 października 2011 r. FSB opublikowała zbiór wstępnych zaleceń, które zostały zatwierdzone przez grupę G-20 na szczycie w Cannes. W szczególności FSB zaleciła dalsze dopracowanie ram regulacyjnych związanych z funduszami rynku pieniężnego. FSB stwierdziła, że głównym źródłem potencjalnego ryzyka są FRP o stałej wartości aktywów netto (typu CNAV), czyli takie, które dążą do utrzymania niezmięnionej wartości nominalnej aktywów; wśród metod przeciwdziałania temu ryzyku FSB wskazała promowanie/narzuconie przechodzenia na fundusze o zmiennej wartości aktywów netto (typu VNAV), nałożenie ograniczeń kapitałowych i płynnościowych na FRP typu CNAV i/lub inne metody. Ponadto FSB zleciła Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO) przeprowadzenie przeglądu możliwych reform regulacyjnych, które mogłyby ograniczyć narażenie FRP na ryzyko ucieczki inwestorów i inne rodzaje ryzyka systemowego, oraz opracowanie rekomendacji w zakresie regulacji.

W odpowiedzi dnia 9 października 2012 r. **IOSCO** wydała rekomendacje w sprawie reformy funduszy rynku pieniężnego. Po ich ogłoszeniu IOSCO podała w komunikacie prasowym, że wprowadzie większość komisarzy Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) nie poparła publikacji rekomendacji, ale nie zgłoszono innych zastrzeżeń i rada IOSCO zatwierdziła sprawozdanie w tej sprawie.

Dnia 18 listopada 2012 r. FSB opublikowała kilka dokumentów konsultacyjnych, w tym całościowy przegląd rekomendacji regulacyjnych w zakresie bankowości równoległej. W sprawozdaniu tym FSB stwierdziła, że rekomendacje IOSCO są skutecznym rozwiązaniem ramowym, które pozwoli w sposób kompleksowy wzmocnić odporność FRP na ryzyko. FSB potwierdziła także rekomendację, by FRP o stabilnej wartości aktywów netto zostały, gdy to możliwe, przekształcone w FRP o zmiennej wartości aktywów netto. FSB wskazała ponadto, że gdyby przekształcenie takie nie było możliwe, mechanizmy ochronne, jakie należy wprowadzić w celu wzmocnienia odporności FRP o stabilnej wartości aktywów netto na ucieczkę inwestorów, powinny mieć takie same skutki jak wymogi kapitałowe, płynnościowe i inne wymogi ostrożnościowe wobec banków, chroniące je przed masowym wycofywaniem depozytów.

FSB podała, że opracuje ostateczne rekomendacje w sprawie bankowości równoległej, w tym szczegółowe rekomendacje dotyczące każdego z pięciu obszarów prac (FRP są jednym z tych obszarów) do września 2013 r. Choć w obszarze FRP prace zostały w większości ukończone, na reformy tych funduszy mogą też wywierać wpływ inne obszary, zwłaszcza związane z interakcją między bankami a podmiotami równoległego systemu bankowego oraz z pożyczkami papierów wartościowych i transakcjami repo.

W **USA** pewne reformy dotyczące FRP zostały uchwalone w 2010 r. SEC podkreśliła wówczas, że reformy te stanowią dopiero pierwszy krok. W październiku 2010 r. prezydencka grupa robocza wydała sprawozdanie, w którym wskazuje zestaw dodatkowych możliwych rozwiązań regulacyjnych, gdyż same reformy z 2010 r. nie wystarczą, by zapobiec ucieczkom inwestorów. W związku z tym SEC zajęła się opracowaniem dodatkowych reform strukturalnych. Jednak dnia 22 sierpnia 2012 r. przewodnicząca SEC Mary Schapiro ogłosiła, że większość komisarzy nie poprze przedstawionej przez specjalistów SEC propozycji reformy strukturalnej FRP.

W rezultacie dnia 27 września 2012 r. sekretarz skarbu USA Timothy Geithner zwrócił się do Rady Nadzoru nad Stabilnością Finansową (FSOC), by zajęła się tą sprawą wobec braku działań ze strony SEC. Dnia 13 listopada 2012 r. FSOC poddała pod publiczną konsultację swoje propozycje rekomendacji w sprawie reformy FRP. Rekomendacje te obejmują trzy możliwości, które nie muszą się nawzajem wykluczać: (i) zmienna NAV, (ii) stabilna NAV z buforem NAV i „minimalnym saldem zagrożonym”, (iii) stabilna NAV z buforem NAV i innymi rozwiązaniami. W momencie wydania niniejszego załącznika wynik publicznej konsultacji nie jest znany; nie wiadomo także, czy SEC będzie działać zgodnie z rekomendacjami FSOC, zwłaszcza w świetle opisanych powyżej trudności, jakie wystąpiły przy pierwszych próbach rozwiązania tej sprawy przez SEC.

1.2 Inicjatywy europejskie

W maju 2010 r. **Komitet Europejskich Organów Nadzoru nad Rynkiem Papierów Wartościowych** (CESR, poprzednik Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych – EUNGiPW) opublikował wytyczne dotyczące opracowania zharmonizowanej definicji pojęcia „FRP” obowiązującej w Europie oraz ustanowienia nowych wspólnych standardów w celu eliminacji mankamentów, które objawiły się podczas kryzysu finansowego. W wytycznych wprowadzono klasyfikację FRP na dwa rodzaje: „krótkoterminowe fundusze rynku pieniężnego” (FRP krótkoterminowe) i „fundusze rynku pieniężnego” (FRP) oraz określono ściśle standardy w zakresie jakości i zapadalności portfela, zarządzania ryzykiem i ujawniania informacji. Wytyczne CESR/EUNGiPW weszły w życie w lipcu 2011 r., z sześciomiesięcznym okresem przejściowym dla istniejących funduszy, i dotyczą zarówno funduszy typu UCITS, jak i niebędących UCITS.

W wytycznych uwzględniono większość rekomendacji IOSCO. Na przykład, zgodnie z zaleceniem IOSCO (rekomendacje 1–3), wytyczne zawierają jednoznaczną definicję FRP, ściśle reguły dotyczące rodzajów instrumentów, w jakie FRP mogą inwestować (w tym zakaz ekspozycji kapitałowych), limity pozostałego okresu zapadalności instrumentów oraz limity średniego ważonego okresu zapadalności i średniego ważonego okresu trwania portfela. W okresie po wejściu w życie wytycznych, czyli w ostatnich miesiącach 2011 r., wiele funduszy, które wcześniej funkcjonowały jako FRP, zmieniło nazwę i przeszło do innych kategorii.

Jeśli chodzi o rekomendacje IOSCO w sprawie zarządzania płynnością (rekomendacje 6–8), istniejące europejskie ramy prawne są już dostatecznie mocne. Istnieje obowiązek regularnego prowadzenia testów warunków skrajnych w zakresie płynności, wynikający z dyrektywy 2010/43/UE w sprawie przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) i z dyrektywy 2011/61/UE w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI).

Na koniec należy wspomnieć, że ramy prawne dotyczące UCITS uwzględniają już kwestie dywersyfikacji ryzyka, limitów ryzyka i kwalifikacji aktywów.

Wytyczne CESR/EUNGI PW nie uwzględniają jednak wszystkich rekomendacji IOSCO ani wszystkich problemów wskazanych przez IOSCO jako nierozdzielnie związane z FRP. Przede wszystkim FRP krótkoterminowe nadal mają prawo działać według modelu CNAV. Ponadto FRP mogą stosować metodę zamortyzowanego kosztu do wyceny instrumentów, których pozostały okres zapadalności nie przekracza 397 dni; to także może rodzić ryzyko i zmniejszać przejrzystość cen. Oprócz tego, ponieważ regulacje i wymogi sprawozdawcze nie wspominają o wsparciu udzielanym przez sponsora, organy regulacyjne nie mają żadnych informacji na ten temat.

Jako uzupełnienie europejskich ram regulacyjnych **branża funduszy inwestycyjnych** opracowała zestaw najlepszych praktyk, ujęty w kodeksie postępowania stowarzyszenia Institutional Money Market Funds Association (IMMFA). Zgodnie z kodeksem FRP typu CNAV muszą przynajmniej raz na tydzień monitorować różnicę między ogłoszonymi przez siebie cenami a wyceną do wartości rynkowej (tzw. ceną równoległą). Powinny też wprowadzić procedury eskalacyjne – głównie w ramach sprawozdawczości wewnętrznej – na wypadek stwierdzenia odchylenia powyżej 10, 20 i 30 pkt bazowych. Jeżeli wartość rynkowa będzie niższa od emisyjnej o 50 pkt bazowych, stwierdza się „trwałą utratę wartości” funduszu. Wszystkie takie przypadki spadku wartości jednostek poniżej ceny emisyjnej (ang. breaking the buck) należy zgłaszać do stowarzyszenia IMMFA.

Na koniec **Komisja** rozważa, czy istnieje potrzeba przeprowadzenia dalszych reform w celu uregulowania działalności FRP. W wydanej w 2012 r. zielonej księdze na temat równoległego systemu bankowego Komisja podkreśla rolę FRP w tym systemie. W 2012 r. Komisja opublikowała ponadto dokument konsultacyjny w sprawie przyszłych ramowych zasad dla funduszy inwestycyjnych. Jedną z części tego dokumentu dotyczy kwestii funduszy typu CNAV i VNAV, ich wyceny, roli FRP w kontekście ryzyka systemowego oraz wiarygodności ratingów kredytowych. W pierwszym kwartale 2013 r. prawdopodobnie ukaże się projekt legislacyjny Komisji w sprawie FRP. Ponadto w październiku 2012 r. **Parlament Europejski** podjął w komisji uchwałę w sprawie równoległego systemu bankowego, w której popiera rekomendacje IOSCO i postuluje, by fundusze typu CNAV musiały posiadać licencję bankową o ograniczonym zakresie.

W dalszej części niniejszego dokumentu wykazuje się, że branża FRP w Europie ma charakter bardzo międzynarodowy. Jednym z wyzwań związanych z różnymi bieżącymi inicjatywami międzynarodowymi i europejskimi jest zatem konieczność zarządzania potencjalnym ryzykiem, które może wynikać z rozbieżności między inicjatywami regulacyjnymi na rzecz ograniczenia ryzyka systemowego związanego z FRP.

II. FRP A STABILNOŚĆ FINANSOWA

FRP są kluczowym elementem równoległego systemu bankowego (FSB, 2011). FRP to produkty inwestycyjne, które podlegają regulacjom dotyczącym papierów wartościowych, ale wykazują pewne podobieństwo do banków pod tym względem, że dokonują przekształcenia terminów zapadalności i płynności, a inwestorzy mogą je postrzegać – zwłaszcza fundusze typu CNAV – jako bezpieczną alternatywę dla depozytów bankowych. FRP mogą jednak posiadać aktywa mniej płynne o terminach zapadalności przypadających po dacie umorzenia jednostek przez inwestorów, co także rodzi ryzyko inwestycyjne. W przeciwieństwie do banków FRP nie mają dostępu do publicznej sieci bezpieczeństwa; z zasady nie otrzymują formalnego wsparcia od jednostek sponsorujących, choć było kilka wypadków, gdy sponsorzy *ex post* aktywnie wsparli fundusze w złej sytuacji.

Obszerny zestaw badań ekonomicznych, dotyczących zwłaszcza rynku amerykańskiego, dostarcza dowodów, że sposób działania i sam charakter FRP sprawiają, że są one podatne na powodujące destabilizację ucieczki inwestorów, które mogą szybko przenosić się między funduszami. Może to dodatkowo odbić się na płynności i dostępności kredytów krótkoterminowych, również w wypadku banków, dla których FRP są ważnym źródłem finansowania⁽¹⁾. Ryzyko ucieczki inwestorów wynika głównie z przewagi pierwszego gracza oraz niepewności związanej z cichym i uznaniowym wsparciem ze strony sponsorów.

II.1 Przewaga pierwszego gracza

Wielu specjalistów uważa, że choć przewaga pierwszego gracza dotyczy wszystkich funduszy inwestycyjnych, szczególnie istotna jest w wypadku **FRP typu CNAV**, ponieważ oferują one natychmiastowe umorzenie po zaokrąglonej stałej cenie (np. 1 EUR lub 1 USD za jednostkę uczestnictwa)⁽²⁾. Istnieje zatem ryzyko, że w okresach napięć rynkowych lub obaw o jakość aktywów bazowych cena jednostki może nie odzwierciedlać „prawdziwej wartości” bazowego portfela funduszu.

⁽¹⁾ Por. FSO (2012) s. 17–28, gdzie można znaleźć analizę ryzyka systemowego i przegląd dalszych badań naukowych, np. Baba et al. (2009); Duygan-Bump et al. (ukazuje się wkrótce); Gordon, Gandia (2012); Gorton, Metrick (2010), s. 261–297; Kacperczyk, Schnabl (2012); McCabe (2010); McCabe et al. (2012); Rosengren (2012); Scharfstein (2012); Squam Lake Group (2011).

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

Przewaga pierwszego gracza polega m.in. na tym, że wnioski o przedterminowe umorzenie są wypłacane według ceny emisyjnej, nawet jeśli rzeczywista wartość aktywów jest niższa. Prowadzi to do przeniesienia strat na pozostałych posiadaczy jednostek: inwestorzy dokonujący umorzenia później ponoszą nieproporcjonalnie duże straty. Przewaga pierwszego gracza może przyczynić się do powodującej destabilizację ucieczki inwestorów. Brak pewności co do jakości aktywów w portfelu może stać się dla inwestorów bodźcem do ucieczki, nawet jeśli wartość rynkowa *de facto* nie różni się od emisyjnej. Ryzyko ucieczki dotyczy zwłaszcza inwestorów instytucjonalnych, gdyż są oni bardzo niechętni do podejmowania ryzyka, a ich reakcje są zwykle szybsze i silniejsze niż reakcje inwestorów detalicznych. W ujęciu bardziej ogólnym stosowanie modelu CNAV może zwiększać ryzyko destabilizacji poprzez wzbudzenie w niektórych inwestorach oczekiwań, że umorzenie nastąpi po cenie emisyjnej, opartego na przekonaniu, że jednostki uczestnictwa FRP są wolnym od ryzyka odpowiednikiem gotówki; w związku z tym model CNAV może zwiększać ryzyko ucieczki inwestorów, kiedy fundusz nie spełni tych oczekiwań, tj. kiedy cena jednostki uczestnictwa spadnie poniżej wartości emisyjnej.

Choć przewaga pierwszego gracza dotyczy przede wszystkim funduszy typu CNAV, kryzys finansowy pokazał, że również podmioty inwestujące w FRP typu VNAV mogą mieć powody do wycofania się z tych inwestycji⁽¹⁾. Jako że FRP nie mają stuprocentowej płynności dziennej, rzeczywistość zdarza się, że zlecenia umorzenia nie mogą zostać zrealizowane. Dlatego też inwestorzy mogą być skłonni do szybkiego umarzenia (tak jak we wszystkich funduszach inwestycyjnych), gdyż kolejne zlecenia umorzenia mogą zmusić fundusz do sprzedaży mniej płynnych aktywów, co może prowadzić do strat. Bodźce do ucieczki mogą jeszcze się wzmoczyć wskutek niepewności co do wyceny, które mogą dotyczyć także funduszy typu VNAV.

II.2 Wsparcie ze strony sponsora

Wiele badań wskazuje, że w historii FRP dochodziło do udzielania pomocy przez strony trzecie⁽²⁾. Agencja Moody's zidentyfikowała ponad 200 FRP typu CNAV w USA i Europie, które otrzymały pomoc od sponsorów w latach 1980–2009. Najwięcej takich przypadków odnotowano w latach 2007–2009, kiedy ponad 60 funduszy (36 amerykańskich, 26 europejskich) potrzebowało pomocy, głównie wskutek obniżenia jakości kredytowej/niewykonania zobowiązań oraz problemów płynnościowych. Według agencji Moody's co najmniej 20 firm zarządzających funduszami typu prime w USA i Europie wydało ok. 12 mld USD, by utrzymać wartość swoich funduszy typu CNAV. Ponadto w wypadku co najmniej dwóch firm zarządzających funduszami konieczne było pokrycie strat przez spółki-matki i wykazanie ich w bilansie tych spółek oraz skorzystanie z tzw. okna dyskontowego Fedu w celu realizacji zleceń umorzenia, zaś dwie firmy włączyły aktywa FRP do swoich bilansów (por. ESRB Occasional Paper, 2012).

Upadek amerykańskiego funduszu Reserve Primary Fund ukazuje główną wadę polegania na cichej i uznaniowej pomocy sponsorów. Fundusz ten nie zdołał utrzymać wartości aktywów netto na poziomie ceny emisyjnej wynoszącej 1 USD w następstwie upadku Lehman Brothers (zaangażowanie w Lehman Brothers stanowiło 1,2% jego NAV). Strata ta natychmiast doprowadziła do ucieczki inwestorów, a w efekcie – do masowego wycofywania środków z amerykańskich FRP: w ciągu zaledwie kilku dni wycofano bardzo duże kwoty. Sponsor Reserve Primary Fund ostatecznie nie pomógł funduszowi, co mogło być przyczyną niepewności dotyczącej pomocy sponsorów w ogóle i przyspieszyło wycofanie się inwestorów z branży FRP. Podsumowując, zdarzenia te wywołały zaburzenia na rynku papierów komercyjnych i zmusiły władze amerykańskie do interwencji, obejmującej m.in. utworzenie dwóch instrumentów wsparcia płynnościowego oraz rozszerzenie zakresu gwarancji depozytów.

Powyższy przykład pokazuje znaczenie pomocy sponsorów w ujęciu historycznym, ale także jej potencjalną wadę. Dlatego też podczas ostatniego kryzysu niepewność co do dostępności pomocy mogła przyczynić się do ucieczki inwestorów. McCabe (2011) oraz Gordon, Gandia (2012) wykazują, że możliwość skorzystania przez fundusz z pomocy sponsora stanowi istotny czynnik determinujący zachowanie inwestorów. Opracowanie Gordon, Gandia (2012) dostarcza dowodów, że fundusze typu CNAV zarządzane lub sponsorowane przez potencjalnie niestabilne firmy odnotowały znacznie wyższy wypływ środków i były narażone na większe ryzyko ucieczki inwestorów. Ponadto analitycy i agencje ratingowe mogą brać pod uwagę jakość bilansów i sytuację finansową instytucji oferujących FRP. Dlatego nieformalny charakter pomocy sponsorów i jej zależność od potencjału sponsora mogą powodować niepewność wśród uczestników

⁽¹⁾ Por. Scott (2012), gdzie podano, że wg danych ICI w ciągu trzech miesięcy między lipcem a wrześniem 2007 r. francuskie fundusze typu VNAV utraciły ok. 40% aktywów. Jednak według prawa francuskiego fundusze te nie były funduszami rynku pieniężnego – sprzedawane były jako „rozszerzone FRP”.

⁽²⁾ Zob. Brady (2012) i Moody's (2010). W sprawozdaniu z konsultacji (kwiecień 2012) IOSCO wymienia także obserwacje SEC w zakresie pomocy sponsorów: wg obliczeń pracowników amerykańskiej SEC między sierpniem 2007 r. a 31 grudnia 2008 r. blisko 20% FRP otrzymało w jakiejś formie wsparcie od podmiotów zarządzających portfelem lub ich spółek zależnych.

rynku, przez co FRP mogą być bardziej podatne na ucieczkę inwestorów. Ogólnie rzecz biorąc, system, który zależy od nieformalnych i uznaniowych gwarancji osób trzecich, uznaje się za niestabilny, gdyż gwarant nie ujmuje kosztu takiego nieformalnego rozwiązania w sprawozdaniu finansowym (McCabe, 2011).

II.3 Obecne otoczenie gospodarcze

Przy obecnym niskim poziomie stóp procentowych pojawia się pytanie, czy FRP będą w stanie utrzymać stałą wartość aktywów netto. Po obniżce stóp procentowych przeprowadzonej przez EBC w lipcu 2012 r. rentowność krótkoterminowych instrumentów dłużnych, w które masowo inwestują europejskie FRP, gwałtownie spadła, niekiedy do wartości ujemnych. Ponieważ struktura CNAV nie przewiduje wystąpienia straty, sytuacja ta zmusiła podmioty zarządzające funduszami typu CNAV do zawieszenia zapisów, a niektóre fundusze zdecydowały się przejść na zmienną wartość aktywów netto, przynajmniej pośrednio. W niektórych przypadkach zamiast obniżenia ceny jednostki uczestnictwa zmniejsza się liczbę jednostek w posiadaniu inwestorów, przez co *de facto* ponoszą oni straty. Oto przykład: w październiku 2012 r. JPMorgan Chase zapowiedział taki właśnie sposób pokrycia strat inwestorów swoich dwóch dużych europejskich FRP (Euro Liquid Fund zarządzającego aktywami o wartości 4 mld EUR i Government Liquidity Fund zarządzającego aktywami o wartości 13 mld EUR). Do funduszy takich dodano nową klasę jednostek uczestnictwa „flex”, co pozwoli utrzymać wartość inwestycji na stabilnym poziomie 1 EUR za jednostkę przy jednoczesnym obniżeniu liczby jednostek na łącznym rachunku w celu pokrycia kosztów operacyjnych i ujemnej stopy zwrotu.

III. STRUKTURA EUROPEJSKIEJ BRANŻY FRP

Aby przeanalizować wpływ FRP na stabilność finansową (opisany w ujęciu bardziej teoretycznym w poprzedniej części) i ocenić możliwe skutki zaleceń ERRS (omówionych w części IV), w niniejszej części przedstawiono szczegółową charakterystykę europejskiej branży FRP na podstawie analizy ilościowej.

Według statystyk EBC aktywa w zarządzaniu europejskich FRP w czerwcu 2012 r. wynosiły ok. 1 bln EUR, wobec 1,4 bln EUR w szczytowym momencie 2008 r. i prawie tyle samo co w 2011 r. Spadła również liczba funduszy: z ponad 1 300 w 2011 r. do 1 171 w czerwcu 2012 r. W ostatnim okresie spadek ten wynikał częściowo z konsolidacji sektora w wyniku wdrożenia wytycznych CESR/EUNGiPW wspomnianych w części I.2.

Okolo 95% europejskiej branży FRP przypada na trzy kraje: Francję (39% udziału w rynku pod względem aktywów w zarządzaniu), Luksemburg (31%) i Irlandię (25%). W relacji do całego sektora funduszy inwestycyjnych w strefie euro w czerwcu 2012 r. na FRP przypadało ok. 15% łącznych aktywów w zarządzaniu. Największa ich część przypadała na Francję – ok. 38%. W Irlandii aktywa FRP stanowiły ok. 32% całego rynku funduszy inwestycyjnych, a w Luksemburgu – 11%. Jednak aktywa w zarządzaniu unijnych FRP stanowią zaledwie 2,5% łącznych aktywów sektora MIF w strefie euro (z wyłączeniem banków centralnych).

III.1 Zakres doraźnego badania ERRS

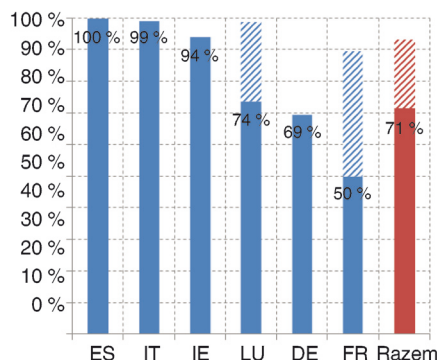
W celu uzyskania informacji bardziej szczegółowych niż statystyki EBC, ERRS przeprowadziła doraźne badanie FRP z wykorzystaniem danych dotyczących pojedynczych funduszy. Dane zebrano, w najszerszym możliwym zakresie, dla sześciu krajów (Francja, Niemcy, Irlandia, Włochy, Luksemburg, Hiszpania); odnoszą się one do sytuacji na koniec czerwca 2012 r. Dane przedstawiają informacje bilansowe według typu funduszu (CNAV, krótkoterminowe VNAV, pozostałe VNAV); takiego ujęcia nie ma w statystykach EBC. Badanie objęło także informacje o cenach równoległych dla funduszy typu CNAV za okres od czerwca 2007 r. do czerwca 2012 r.

Badanie ERRS obejmuje 71% aktywów w zarządzaniu FRP w sześciu badanych krajach, wg statystyk EBC⁽¹⁾. Zebrano ponadto – w ujęciu łącznym – informacje o dodatkowych 22% branży w tych krajach; te dodatkowe dane przedstawiono jedynie w rozbięciu na rodzaj funduszu, podmiot zarządzający i wielkość funduszu pod względem aktywów w zarządzaniu (zob. **wykr. 1**). W sumie dane zgromadzone w badaniu obejmują 93% branży FRP w sześciu wymienionych krajach (89% unijnego sektora FRP).

⁽¹⁾ Zakres danych jest nieco mniejszy w wypadku zobowiązań z powodu braku danych o bazie inwestorów dla FRP z siedzibą w Niemczech.

Wykres 1

Badanie ERRS – zakres wg kraju (proc.)

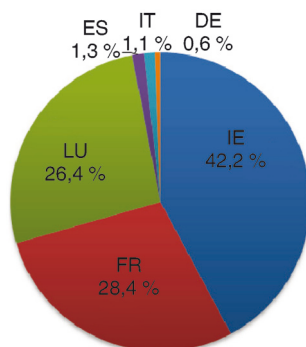


Źródło: Badanie ERRS i EBC.

Uwagi: Docelowy zakres w odniesieniu do łącznych aktywów w zarządzaniu FRP będących rezydentami w poszczególnych krajach wynosił 75%. Obszar prążkowany odnosi się do danych niepełnych (tylko typ funduszu). Zakres jest *de facto* wyższy, jeśli uwzględni się dane policzone podwójnie, np. w wypadku Francji sięga 60%, gdy wyliczy się fundusze funduszy (ang. funds of funds) i fundusze podstawowe z funduszami powiązаныmi (ang. master-feeder funds).

Wykres 2

Struktura próby (wg aktywów w zarządzaniu, w proc.)



Źródło: Badanie ERRS.

Uwagi: Udziały dotyczą jedynie danych kompletnych.

Z badania wynika, że na fundusze typu CNAV przypada ok. 43% (433 mld EUR) łącznych aktywów w zarządzaniu europejskich FRP. Około dwóch trzecich tych funduszy (272 mld EUR) ma siedzibę w Irlandii, a jedna trzecia (161 mld EUR) w Luksemburgu. FRP z siedzibą we Francji dzielą się na fundusze krótkoterminowe typu VNAV i pozostałe fundusze typu VNAV (tj. wszystkie VNAV minus VNAV krótkoterminowe), na które przypada odpowiednio 47% i 36% aktywów w zarządzaniu. W Niemczech, Włoszech i Hiszpanii występują niemal wyłącznie FRP typu VNAV. Jeśli chodzi o podział na fundusze typu CNAV i VNAV, należy podkreślić, że podane wielkości opierają się na klasyfikacji własnej badanych funduszy, gdyż nie ma jasnej definicji prawnej ani statystycznej tych kategorii; niektóre fundusze mają jednostki uczestnictwa zarówno typu CNAV, jak i VNAV.

Jeśli chodzi o liczbę funduszy, z badania wynika, że w Luksemburgu i Irlandii działają 123 fundusze typu CNAV, co stanowi 13% ogólnej liczby funduszy w sześciu badanych krajach, ale przypada na nie 45% wszystkich zarządzanych aktywów (zob. **tabela 1**). Liczba objętych badaniem funduszy typu VNAV z sześciu krajów wynosi 330 (124 z nich to VNAV krótkoterminowe).

Tabela 1

Aktywa w zarządzaniu i liczba funduszy według typu funduszu i kraju (mln EUR)

	Francja		Irlandia		Luksemburg		Hiszpania		Włochy		Niemcy		Cała próba	
	Liczba funduszy	Aktywa w zarządz.	Liczba funduszy	Aktywa w zarządz.	Liczba funduszy	Aktywa w zarządz.	Liczba funduszy	Aktywa w zarządz.	Liczba funduszy	Aktywa w zarządz.	Liczba funduszy	Aktywa w zarządz.	Liczba funduszy	Aktywa w zarządz.
CNAV	0	0	65	272,992	58	160,976	0	0	0	0	0	0	123	433,968
	0,0 %	0,0 %	66,3 %	88,2 %	19,5 %	64,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,8 %	44,4 %
VNAV krótko-term.	111	185,800	3	11,701	6	23,409	4	208	0	0	0	0	124	221,118
	25,5 %	47,0 %	3,1 %	3,8 %	2,0 %	9,3 %	5,6 %	2,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,9 %	22,6 %
VNAV	95	141,840	6	8,707	7	19,375	67	8,774	13	7,855	18	4,213	206	190,763
	21,8 %	35,9 %	6,1 %	2,8 %	2,3 %	7,7 %	94,4 %	97,5 %	92,9 %	99,0 %	37,5 %	69,3 %	21,4 %	19,5 %
Inne VNAV	229	67,703	24	16,089	228	46,849	0	18	1	79	30	1,864	512	132,603
	52,6 %	17,1 %	24,5 %	5,2 %	76,5 %	18,7 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	53,1 %	13,6 %
UCITS	150	264,000	73	290,696	20	173,908	71	8,981	13	7,855	8	2,864	335	748,303
	34,5 %	66,8 %	74,5 %	93,9 %	6,7 %	69,4 %	100,0 %	99,8 %	92,9 %	99,0 %	16,7 %	47,1 %	34,8 %	76,5 %
Inne niż UCITS	56	66,443	1	2,705	4	10,577	0	0	0	0	10	1,349	71	81,074
	12,9 %	16,8 %	1,0 %	0,9 %	1,3 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	20,8 %	22,2 %	7,4 %	8,3 %
b.d.	229	64,900	24	16,070	274	66,125	0	18	1	79	30	1,864	558	149,056
	52,6 %	16,4 %	24,5 %	5,2 %	91,9 %	26,4 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	57,9 %	15,2 %
Razem	435	395,343	98	309,471	298	250,610	71	8,999	14	7,934	48	6,077	964	978,434

Źródło: Badanie ERRS i EBC.

Uwagi: Kategoria „Razem” odnosi się do statystyk EBC dotyczących pozycji bilansowych FRP i rejestru MIF. Kategoria „Pozostałe VNAV” odnosi się do funduszy nieobjętych badaniem. Kategoria „brak danych (b.d.)” dla funduszy francuskich odnosi się do funduszy pracowniczych, funduszy z funduszami powiązanymi, funduszy funduszy oraz funduszy ograniczonych do jednego inwestora/ograniczonej liczby inwestorów (franc. fonds dédiés), które mogą być zarówno podmiotami typu UCITS, jak i innymi niż UCITS.

III.2 Aktywa FRP

Jeśli chodzi o **sektory gospodarki**, statystyki EBC dotyczące FRP wskazują, że fundusze te inwestują przede wszystkim w sektor MIF. Badanie ERRS potwierdza ten stan rzeczy i wskazuje, że przeciętnie zaangażowanie w MIF wynosi 75%. Z reguły nie występują różnice w zaangażowaniu zależnie od typu funduszy (zob. **tabela 2** i **wykres 4**). Zaangażowanie w sektor przedsiębiorstw jest stosunkowo małe (10%). Ze statystyk EBC wynika także, że znaczenie papierów dłużnych wyemitowanych przez przedsiębiorstwa w portfelu aktywów FRP w ostatnich latach maleje (zob. **wykres 3**). Jeśli chodzi o emitentów, wytyczne CESR/EUNGIWP nakładają na fundusze ograniczenia w zakresie jakości kredytowej. Zatem alokacja aktywów europejskich FRP jest skoncentrowana na stosunkowo małej liczbie wysokiej jakości emitentów, w tym banków i podmiotów innych niż banki (zob. FitchRatings, 2012).

Tabela 2

Alokacja inwestycji wg typu funduszu i sektora (jako proc. aktywów ogółem)

	MIF	Przedsięb.	Inst. rządowe	PIF
1 - CNAV	73,9 %	9,7 %	13,7 %	2,7 %
2 - VNAV krótkoterm.	79,7 %	11,2 %	8,4 %	0,7 %

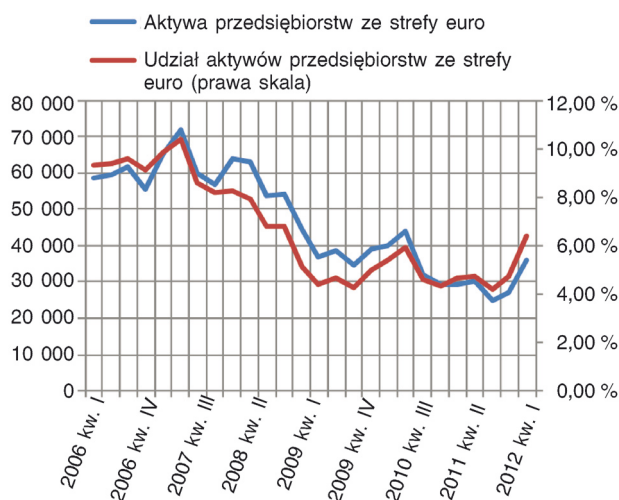
	MIF	Przedsięb.	Inst. rządowe	PIF
3- VNAV (bez krótkoterm.)	74,7 %	7,9 %	16,0 %	1,4 %
1 - UCITS	75,4 %	9,3 %	13,2 %	2,1 %
2 - Inne niż UCITS	73,7 %	12,6 %	12,5 %	1,2 %
Badanie razem	75,2 %	9,6 %	13,1 %	2,1 %
Razem wg danych EBC	75,5 %	6,6 %	11,1 %	6,9 %

Źródło: Badanie ERRS i EBC.

Uwagi: Wartości razem wg danych EBC odnoszą się jedynie do kontrahentów w strefie euro.

Wykres 3

Zaangażowanie FRP w sektorze przedsiębiorstw (mln EUR i proc.)



Źródło: EBC.

Uwagi: Pozycja „Aktywa przedsiębiorstw ze strefy euro” odnosi się do stosunku aktywów FRP wyemitowanych przez przedsiębiorstwa ze strefy euro do aktywów FRP wyemitowanych przez wszystkich rezydentów strefy euro.

Jak pokazuje tabela 2, FRP stanowią ważne źródło finansowania banków, w porównaniu z innymi sektorami. Statystyki papierów wartościowych zgromadzone przez EBC świadczą o znaczeniu FRP w zakresie finansowania krótkoterminowego (tj. z terminem zapadalności poniżej jednego roku) MIF w strefie euro. Jak pokazuje tabela 3, w strefie euro ok. 40% krótkoterminowego długu wyemitowanego przez banki jest w posiadaniu FRP.

Tabela 3

Procent łącznego krótkoterminowego długu MIF w posiadaniu FRP w strefie euro (mln EUR i proc.)

Okres	Aktywa FRP	Emisje papierów wart.	Współczynnik
2010 kw. II	320 802	734 187	43,7 %
2010 kw. III	314 738	743 246	42,3 %
2010 kw. IV	299 593	572 050	52,4 %
2011 kw. I	289 694	617 695	46,9 %
2011 kw. II	245 488	582 244	42,2 %
2011 kw. III	238 795	613 012	39,0 %

Okres	Aktywa FRP	Emisje papierów wart.	Współczynnik
2011 kw. IV	228 310	702 274	32,5 %
2012 kw. I	258 594	710 553	36,4 %
2012 kw. II	254 974	677 840	37,6 %

Źródło: EBC.

Ponadto, podczas gdy fundusze typu VNAV z siedzibą we Francji wykazują znaczne zaangażowanie w krajowym sektorze MIF (bankach i innych FRP), fundusze typu CNAV w Irlandii mają duże ekspozycje w MIF spoza UE (zob. **tabela 4** i **wykres 4**). Z kolei fundusze z siedzibą w Luksemburgu inwestują bardziej w MIF spoza tego kraju mające siedzibę w UE. I wreszcie FRP z Niemiec, Włoch i Hiszpanii inwestują relatywnie więcej w krajowym sektorze publicznym.

Tabela 4

Wybrane przekroje inwestycji FRP wg regionu/typu funduszu i sektora (mln EUR)

	Fundusze typu CNAV z Irlandii				
	MIF	Przeds.	Sektor publ.	PIF	Razem
Krajowe	12 661	1 531	57	2	14 251
Inne UE	75 205	4 644	6 997	808	87 654
Poza UE	127 647	18 440	19 188	6 213	171 488
Razem	215 513	24 615	26 242	7 023	273 393

	Fundusze typu CNAV z Luksemburga				
	MIF	Przeds.	Sektor publ.	PIF	Razem
Krajowe	965	0	446	0	1 411
Inne UE	57 262	9 463	6 237	3 631	76 593
Poza UE	32 954	6 101	23 906	735	63 696
Razem	91 181	15 564	30 589	4 367	141 700

	Fundusze typu VNAV z Francji				
	MIF	Przeds.	Sektor publ.	PIF	Razem
Krajowe	109 905	12 087	4 709	555	127 256
Inne UE	53 949	11 218	1 732	50	66 949
Poza UE	3 100	678	0	0	3 778
Razem	166 954	23 983	6 441	605	197 982

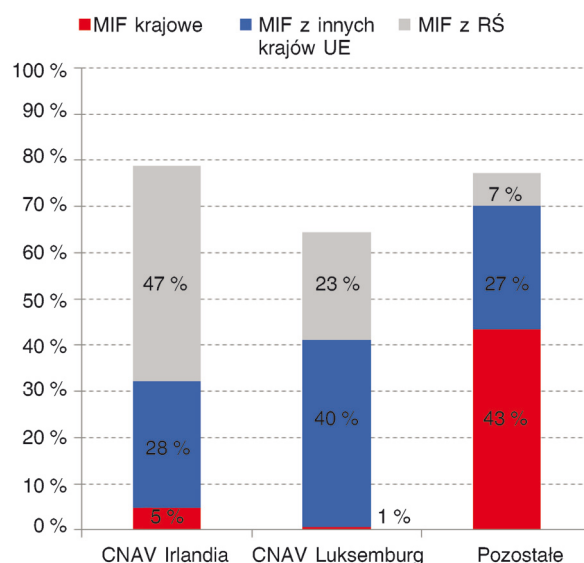
	Fundusze z Niemiec, Włoch i Hiszpanii				
	MIF	Przeds.	Sektor publ.	PIF	Razem
Krajowe	6 390	213	10 093	101	16 797
Inne UE	1 887	338	1 345	136	3 706
Poza UE	284	54	237	8	583
Razem	8 561	604	11 675	245	21 086

Źródło: Badanie ERRS.

Uwagi: Całkowity zakres obejmuje 65% aktywów zarządzanych przez FRP w sześciu badanych krajach.

Wykres 4

Odsetek inwestycji w MIF wg miejsca pochodzenia (proc.)



Źródło: Badanie ERRS.

Uwagi: „Pozostałe” oznacza fundusze z Francji, Włoch, Hiszpanii i Niemiec oraz fundusze typu VNAV z Irlandii i Luksemburga. Zakres odpowiada 100% badania ERRS i ok. 70% łącznych aktywów zarządzanych przez FRP z UE.

W kwestii **typu aktywów** badanie pokazuje, że najważniejszą klasą aktywów w portfelach FRP są instrumenty rynku pieniężnego (np. papiery komercyjne, certyfikaty depozytowe) (zob. **tabela 5**). Transakcje reverse repo, wykorzystywane przez FRP do zapewniania płynności w zamian za zabezpieczenie, stanowią zaledwie 9% aktywów w zarządzaniu i zawierane są prawie wyłącznie z innymi podmiotami z sektora MIF. Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami (ABS) stanowią jedynie niewielki ułamek wszystkich aktywów. „Gotówka” (tj. depozyty bez terminu zapadalności lub z terminem nieokreślonym) stanowi 6,6% aktywów w próbie; jednak jej udział jest wyższy w funduszach typu CNAV z siedzibą w Irlandii (11%) niż w innych funduszach (np. 2% w funduszach typu CNAV z Luksemburga i 2,5% w funduszach VNAV krótkoterminowych z Francji).

Tabela 5

Alokacja inwestycji wg typu funduszu i instrumentu (w proc.)

	Gotówka	Instrumenty rynku pieniężn.		Reverse repo		ABS	Dług państwowy	Inne instrum. / bez alokacji
			z tego MIF		z tego MIF			
1 - CNAV	7,9 %	58,1 %	48,9 %	11,4 %	11,3 %	1,1 %	13,7 %	7,9 %
2 - VNAV krótkotermin.	4,0 %	77,5 %	67,3 %	5,8 %	5,8 %	0,1 %	8,4 %	4,5 %
3 - VNAV (bez krótkotermin.)	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 - Inne niż UCITS	8,9 %	73,6 %	61,1 %	1,2 %	1,2 %	0,1 %	12,6 %	4,1 %
Razem	6,6 %	63,7 %	54,7 %	9,0 %	9,0 %	0,7 %	13,1 %	7,0 %

Źródło: Badanie ERRS.

Uwagi: Udział jako procent łącznych aktywów w zarządzaniu objętych badaniem. Kategoria „gotówka” obejmuje nieograniczone depozyty bankowe. Depozyty z określonym terminem zapadalności ujęte są w kategorii „Inne instrumenty”.

Badanie obejmuje także dane o **terminach zapadalności** aktywów FRP; wydaje się, że fundusze typu CNAV mają bardziej zachowawczy profil płynności, gdyż działają na krótszych terminach zapadalności niż inne fundusze. Na przykład termin do jednego tygodnia ma ok. 39% aktywów zarządzanych przez fundusze typu CNAV (133 mld EUR), wobec 22% w wypadku FRP typu VNAV krótkoterminowych (głównie z Francji) i 16% w wypadku innych FRP typu VNAV (zob. **tabela 6**)⁽¹⁾.

Tabela 6

Aktywa wg typu funduszu i przedziału zapadalności aktywów (proc.)

	1 dzień lub mniej/overnight	> 1 dzień; ≤ 1 tydzień	> 1 tydzień; ≤ 1 miesiąc	> 1 miesiąc; ≤ 3 miesiące	> 3 miesiące; ≤ 6 miesięcy	> 6 miesięcy; ≤ 1 rok	> 1 rok; ≤ 397 dni	> 397 dni (dla FRP innych niż krótko-term.)	Zakres
1 - CNAV	26,3 %	12,7 %	16,9 %	26,1 %	11,5 %	6,1 %	0,3 %	0,0 %	82 %
2 - VNAV krótko-term.	16,9 %	4,8 %	18,3 %	41,0 %	13,0 %	5,9 %	0,0 %	0,0 %	100 %
3 - VNAV (bez krótko-term.)	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 - Inne niż UCITS	14,5 %	2,7 %	15,3 %	36,5 %	19,7 %	10,8 %	0,4 %	0,3 %	100 %
Razem	21,1 %	8,8 %	16,5 %	30,9 %	13,8 %	8,4 %	0,5 %	0,5 %	89 %

Źródło: Badanie ERRS.

Uwagi: Zakres odnosi się do odsetka łącznych aktywów w zarządzaniu (wg badania), dla których dostępne są dane o zapadalności. Kategoria „1 dzień lub mniej” obejmuje także depozyty bez terminu zapadalności lub z terminem nieograniczonym.

Statystyki EBC dostarczają ponadto informacji o aktywach funduszy w rozbiciu na waluty. Jak pokazuje tabela 7, wśród aktywów w posiadaniu irlandzkich FRP najczęściej jest denominowanych w GBP, natomiast wśród aktywów w posiadaniu FRP z Luksemburga – w USD. W przypadku funduszy z Francji, Niemiec, Włoch i Hiszpanii udział aktywów denominowanych w walutach innych niż euro w łącznych aktywach zarządzanych przez te fundusze jest minimalny. Niepotwierdzone dane wskazują, że w FRP nie występuje istotne niedopasowanie walutowe.

Tabela 7

Przekrój aktywów wg walut dla FRP z siedzibą w Irlandii, Luksemburgu i Francji (mln EUR i proc.)

	Waluta denominacji aktywów	Papiery dłużne MIF krajowych	Papiery dłużne MIF z innych krajów strefy euro	Papiery dłużne emitentów krajowych innych niż MIF	Papiery dłużne emitentów innych niż MIF z innych krajów strefy euro	Papiery dłużne spoza strefy euro	Depozyty spoza strefy euro	Pozostałe aktywa	Razem wg waluty	Proc. wg waluty
Irlandia	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
	Brak danych ⁽¹⁾							13 945	13 945	4,51
	Razem wg pozycji	464	48 816	1 536	10 608	171 911	62 191	13 945	309 471	100,00

⁽¹⁾ Wartości procentowe odnoszą się do łącznych aktywów w zarządzaniu funduszy objętych badaniem ERRS, dla których dostępny jest przekrój zapadalności (np. 81% łącznych aktywów w zarządzaniu dla funduszy typu CNAV i 100% dla pozostałych kategorii funduszy). Wartości te mogą zatem ulec zmianie, gdyby zakres rozszerzono na wszystkie fundusze.

	Waluta denominacji aktywów	Papiery dłużne MIF krajowych	Papiery dłużne MIF z innych krajów strefy euro	Papiery dłużne emitentów krajowych innych niż MIF	Papiery dłużne emitentów innych niż MIF z innych krajów strefy euro	Papiery dłużne spoza strefy euro	Depozyty spoza strefy euro	Pozostałe aktywa	Razem wg waluty	Proc. wg waluty
Luksemburg	EUR	712	20 257	1 277	30 303	18 660	6 631		77 840	31,06
	USD	838	8 848	111	5 700	61 630	35 607		112 734	44,98
	GBP	211	3 642	19	2 803	9 034	3 825		19 534	7,79
	CHF	167	2 026	0	655	1 894	301		5 043	2,01
	JPY	0	0	0	75	362	0		437	0,17
	Brak danych ⁽¹⁾							35 022	35 022	13,97
	Razem wg pozycji	1 928	34 773	1 407	39 536	91 580	46 364	35 022	250 610	100,00
Francja	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
	Brak danych ⁽¹⁾							89 757	89 757	22,70
	Razem wg pozycji	155 765	46 278	31 833	31 208	39 638	864	89 757	395 343	100,00

Źródło: EBC.

⁽¹⁾ Kategoria „Brak danych” odnosi się do następujących aktywów w posiadaniu FRP: (i) akcji i innych instrumentów udziałowych (których udział jest ogólnie minimalny), (ii) jednostek uczestnictwa innych FRP, (iii) pozostałych aktywów. W wypadku Francji ilość aktywów kategorii (ii) jest znaczna – ok. 50 mld EUR; najprawdopodobniej są one denominowane w euro.

III.3 Inwestorzy FRP

Statystyki EBC dotyczące FRP przedstawiają jedynie ogólny skład grupy inwestującej w FRP, zwłaszcza dla strefy euro. Uzupełnieniem statystyk EBC są dane z badania ERRS, które dostarczają informacji o podziale bazy inwestorów wg sektorów, zwłaszcza w odniesieniu do inwestorów spoza strefy euro. W tabeli 8 przedstawiono podział geograficzny inwestorów FRP według regionu i rodzaju funduszu na podstawie obu wymienionych źródeł.

Jeśli chodzi o **podział geograficzny**, fundusze z siedzibą we Francji, Włoszech i Hiszpanii mają wyraźnie krajową bazę inwestorów, natomiast fundusze z siedzibą w Irlandii i Luksemburgu w dużo większym stopniu zależą od popytu z zagranicy. Występują jednak pewne rozbieżności między oboma źródłami danych, jeśli chodzi o przekrój geograficzny grupy inwestorów, zwłaszcza podział na inwestorów ze strefy euro/UE i z reszty świata (RŚ) w wypadku funduszy z Irlandii i Luksemburga (zob. **tabela 8**). Mogą one wynikać z różnego zakresu oraz z obiektywnych trudności, jakie sprawia zarządzającym funduszami klasyfikacja ich inwestorów według regionu i sektora pochodzenia. Zgodnie z danymi z badania inwestorzy spoza UE stanowią znaczną część bazy inwestorów FRP (41%); w wypadku Irlandii ich udział jest dużo wyższy (70%). 90% inwestorów spoza UE inwestujących w europejskie FRP postawiło na fundusze typu CNAV. Dla niemieckich FRP dane o bazie inwestorów są dostępne jedynie w statystykach EBC i wskazują na przewagę inwestorów krajowych.

Tabela 8

Porównanie przekroju geograficznego inwestorów dla europejskich FRP wg statystyk EBC i badania ERRS (mln EUR i proc.)

		KRAJOWI	STREFA EURO (bez krajowych)	UE (bez krajowych)	RŚ ⁽¹⁾	Reszta	Razem (mln EUR)	KRAJOWI	STREFA EURO (bez krajowych)	UE (bez krajowych)	RŚ
Francja	Dane EBC	368 496	16 718	b.d.	2 676	7 453	395 343	93 %	4 %	b.d.	1 %
	Badanie	193 645	b.d.	2 475	67	b.d.	196 187	99 %	b.d.	1 %	0 %
Irlandia	Dane EBC	15 789	36 487	b.d.	252 693	4 502	309 471	5 %	12 %	b.d.	82 %
	Badanie	17 018	b.d.	71 563	202 364	b.d.	290 945	6 %	b.d.	25 %	70 %

		KRAJOWI	STREFA EURO (bez krajowych)	UE (bez krajowych)	RŚ ⁽¹⁾	Reszta	Razem (mln EUR)	KRAJOWI	STREFA EURO (bez krajowych)	UE (bez krajowych)	RŚ
Luksemburg	Dane EBC	10 172	81 766	b.d.	152 159	6 513	250 610	4 %	33 %	b.d.	61 %
	Badanie	12 493	b.d.	92 651	79 340	b.d.	184 485	7 %	b.d.	50 %	43 %
Włochy	Dane EBC	7 820	12	b.d.	22	80	7 934	99 %	0 %	b.d.	0 %
	Badanie	7 820	b.d.	15	20	b.d.	7 854	100 %	b.d.	0 %	0 %
Hiszpania	Dane EBC	8 860	72	b.d.	28	39	8 999	98 %	1 %	b.d.	0 %
	Badanie	8 881	b.d.	100	0	b.d.	8 981	99 %	b.d.	1 %	0 %
Niemcy	Dane EBC	4 120	1 547	b.d.	384	26	6 077	68 %	25 %	b.d.	6 %
	Badanie	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Razem	Dane EBC	435 941	137 229	b.d.	408 653	18 736	1 000 559	44 %	14 %	b.d.	41 %
	Badanie	239 857	b.d.	166 804	281 791		688 452	35 %	b.d.	24 %	41 %

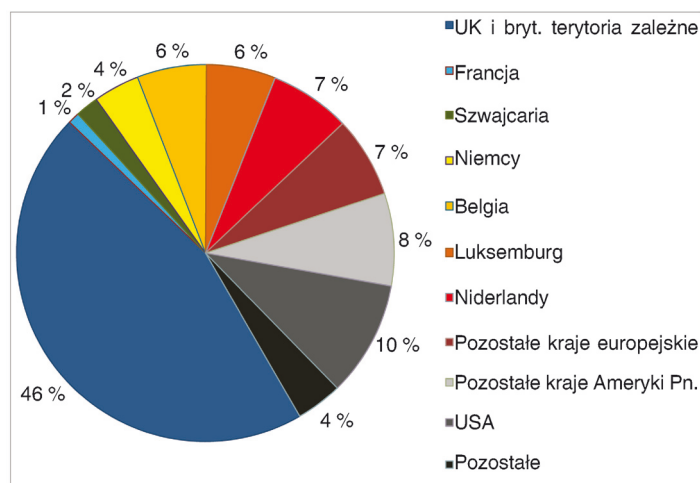
Źródło: Badanie ERRS i EBC.

(¹) Odpowiednik nierezydentów strefy euro (*non-EU residents*) w badaniu ERRS i nierezydentów strefy euro (*non-euro area residents*) w zbiorze danych EBC.

O niepewności dotyczącej danych o bazie inwestorów świadczą także dane stowarzyszenia IMMFA, według których w przypadku unijnych funduszy typu CNAV udział inwestorów spoza UE jest dużo mniejszy (zob. **wykres 5**).

Wykres 5

Inwestorzy FRP należących do IMMFA wg kraju (grudzień 2010)



Źródło: IMMFA (wzmianka w ESRB Occasional Paper, 2012).

Jeśli chodzi o **przekrój sektorowy** bazy inwestorów FRP z UE (zob. **tabela 9**), wyniki badania świadczą o tym, że ważnym inwestorem jest sektor MIF (32% bazy inwestorów); na drugim miejscu jest sektor przedsiębiorstw (21%); następnym jest sektor zakładów ubezpieczeń i funduszy emerytalnych (13%) oraz pozostałe instytucje finansowe, np. inne fundusze inwestycyjne, fundusze hedgingowe (12%). Zatem nie tylko FRP są ważnym źródłem finansowania dla banków, ale też banki są ważnym inwestorem dla FRP.

Tabela 9

Baza inwestorów w wybranych kategoriach funduszy (mln EUR i proc.)

Typ funduszu	Badane kraje	RAZEM (mln EUR)	MIF	Przedsiębiorstwa	PIF	Zakł. ubezpiec. i fundusze emeryt.	Gosp. domowe	Inne lub b.d.	Zakres (1)	Zakres skoryg.
1 - CNAV	Irlandia	272 962	37,8 %	10,7 %	22,0 %	3,2 %	0,1 %	26,3 %	100,0 %	73,7 %
	Luksemburg	141 700	48,8 %	32,5 %	1,5 %	3,1 %	13,5 %	0,6 %	88,0 %	87,5 %
2 - VNAV krótkotermin.	Francja	103 389	14,7 %	22,4 %	1,1 %	50,7 %	5,1 %	6,0 %	55,6 %	49,7 %
	Inne kraje	35 598	21,5 %	11,2 %	31,9 %	24,7 %	1,1 %	9,5 %	100,0 %	90,5 %
3 - VNAV (bez krótkotermin.)	Francja	92 798	25,5 %	44,0 %	5,7 %	10,0 %	5,7 %	9,1 %	65,4 %	56,3 %
	Inne kraje	44 710	8,7 %	3,0 %	5,5 %	10,2 %	55,0 %	17,5 %	100,0 %	82,5 %
1 - UCITS	Wszystkie kraje	636 383	34,4 %	20,2 %	12,7 %	10,6 %	7,1 %	15,0 %	99,4 %	84,4 %
2 - Inne niż UCITS	Wszystkie kraje	54 774	7,4 %	29,1 %	2,3 %	37,8 %	17,6 %	5,8 %	97,6 %	91,8 %
Razem	Wszystkie kraje	691 157	32,2 %	20,9 %	11,9 %	12,7 %	7,9 %	14,3 %	70,6 %	56,4 %

Źródło: Badanie ERRS.

(1) Uwagi: Zakres wg typu funduszu obliczono w odniesieniu do sum danych kompletnych i niepełnych. Zakres dla wartości „razem” obliczono w odniesieniu do całej populacji funduszy z sześciu badanych krajów wg danych EBC. Zakres skorygowany to zakres w ujęciu netto kategorii „Inne lub b.d.”. **Komórki zaznaczone na czerwono odnoszą się do kwot powyżej 20 mld EUR.**

W kwestii **specyfiki krajowej** dane wskazują, że w wypadku funduszy typu CNAV z siedzibą w Luksemburgu i Irlandii wśród inwestorów przeważają MIF; irlandzkie fundusze CNAV są też bardzo ważnym celem inwestycji dla PIF spoza UE (22%). Głównymi inwestorami funduszy VNAV krótkoterminowych z siedzibą we Francji są zakłady ubezpieczeń i fundusze emerytalne. Największa koncentracja inwestycji przedsiębiorstw w FRP wystąpiła w funduszach typu CNAV z Luksemburga (46 mld EUR), funduszach typu VNAV bez krótkoterminowych z Francji (41 mld EUR) i funduszach typu CNAV z Irlandii (29 mld EUR). Z kolei przeważająca większość inwestorów FRP w Hiszpanii i Włoszech należy do sektora gospodarstw domowych. Całkowita wartość inwestycji gospodarstw domowych z UE w FRP w sześciu badanych krajach wynosi 32 mld EUR. Znaczna część inwestycji gospodarstw domowych spoza UE trafia do funduszy typu CNAV z Luksemburga (16 mld EUR).

III.4 Koncentracja branży

Europejska branża FRP jest dość skoncentrowana, zwłaszcza w wypadku funduszy typu CNAV. Według wyników badania udział rynkowy dziesięciu największych funduszy typu CNAV w Europie (spośród ogólnej liczby 123 funduszy) wynosi ok. 55%, czyli 226 mld EUR (zob. **tabela 10**). Dla dziesięciu największych funduszy typu VNAV (z których dziewięć ma siedzibę we Francji) udział ten wynosi 33%. W wypadku funduszy niebędących UCITS udział w rynku dziesięciu największych wynosi 74% (1).

Tabela 10

Koncentracja 3, 5, 10 i 20 największych funduszy w wybranych kategoriach (proc.)

Fundusze	CNAV, Irlandia	CNAV, Luksemburg	Francja	Wszystkie CNAV	Wszystkie VNAV	UCITS	Inne niż UCITS	Wszystkie fundusze
3 największe	26,10 %	65,40 %	16,70 %	27,60 %	15,10 %	16,50 %	46,10 %	12,30 %
5 największych	38,40 %	77,30 %	23,10 %	36,50 %	21,10 %	22,70 %	55,70 %	17,60 %
10 największych	64,00 %	86,80 %	35,90 %	55,50 %	32,80 %	34,40 %	73,70 %	26,80 %

(1) Są to głównie duże fundusze typu VNAV z Francji, stanowiące 35% objętych badaniem funduszy innych niż UCITS.

Fundusze	CNAV, Irlandia	CNAV, Luksemburg	Francja	Wszystkie CNAV	Wszystkie VNAV	UCITS	Inne niż UCITS	Wszystkie fundusze
20 największych	84,30 %	b.d.	50,50 %	77,60 %	48,10 %	52,20 %	88,80 %	40,60 %

Źródło: Badanie ERRS.

Uwagi: Udziały dla kategorii „Francja” i „Wszystkie fundusze” obliczono w odniesieniu do łącznych zarządzanych aktywów wykazanych w statystykach EBC dla wszystkich badanych krajów; w wypadku pozostałych kategorii udziały odnoszą się do łącznych aktywów zarządzanych przez fundusze, dla których dostępne są odpowiednie informacje (CNAV lub VNAV, UCITS, inne niż UCITS), odpowiednio 89% i 82% całości.

Z analizy koncentracji według grup zarządzających wynika, że na pięć największych grup zarządzających funduszami rynku pieniężnego w Europie przypada 40% całej unijnej branży FRP, a na dziesięć największych – 54%. Branża funduszy typu CNAV jest jeszcze bardziej skoncentrowana; na pięć największych grup przypada 87% działalności tej branży w Luksemburgu i 59% w Irlandii. Jeśli chodzi o fundusze niebędące UCITS, w zarządzaniu największych trzech operatorów w Europie znajduje się 67% sektora. Spośród dziesięciu największych grup w Europie siedem jest powiązanych z bankami (w tym cztery z pięciu największych), dwie są niezależnymi firmami zarządzającymi aktywami, a jedna należy do grupy ubezpieczeniowej.

Tabela 11

Koncentracja branży FRP wg grupy zarządzającej funduszem (proc.)

Sponsorzy	CNAV, Irlandia	CNAV, Luksemburg	Francja	Wszystkie CNAV	Wszystkie VNAV	UCITS	Inne niż UCITS	Wszystkie fundusze
3 największych	43,90 %	84,10 %	46,20 %	51,10 %	43,90 %	37,90 %	67,00 %	30,00 %
5 największych	59,30 %	86,80 %	58,60 %	61,10 %	55,70 %	47,10 %	77,00 %	40,50 %
10 największych	73,80 %	b.d.	71,10 %	81,60 %	70,20 %	62,30 %	91,90 %	53,60 %

Źródło: Badanie ERRS.

Uwagi: Udziały dla kategorii „Francja” i „Wszystkie fundusze” obliczono w odniesieniu do łącznych zarządzanych aktywów zgłoszonych w statystykach EBC dla wszystkich badanych krajów; w wypadku pozostałych kategorii udziały odnoszą się do łącznych aktywów zarządzanych przez fundusze, dla których dostępne są odpowiednie informacje (CNAV lub VNAV, UCITS lub inne niż UCITS), odpowiednio 89% i 82% całości.

III.5 Fundusze CNAV – odchylenie od wartości emisyjnej

W przeszłości europejskie FRP wykazywały odchylenie między ceną równoległą a ceną stałą (tj. notowały niezrealizowane straty z tytułu wyceny do wartości rynkowej). Badanie ERRS wskazuje, że w próbie 76 funduszy (zarządzających aktywami o wartości 414 mld EUR) w okresie od czerwca 2007 r. do czerwca 2012 r. 18 funduszy typu CNAV odnotowało odchylenie wynoszące do 10 pkt bazowych, a 15 funduszy typu CNAV – odchylenie powyżej 10 pkt bazowych (zob. tabela 12). Ponadto 13 z 15 funduszy typu CNAV, w których wystąpiło odchylenie powyżej 10 pkt bazowych zarządza aktywami o wartości ok. 72 mld EUR⁽¹⁾; w tej grupie znajdują się trzy z dziesięciu największych funduszy w próbie. Jednak w wypadku niektórych funduszy odchylenie ograniczało się do zdarzenia kredytowego, które nastąpiło po upadku Lehmana w 2008 r. Należy wspomnieć, że dane te obejmują okres zarówno przed reformą regulacyjną FRP przeprowadzoną przez CESR/EUNGiPW, jak i po tej reformie, oraz że w danych z badania nie można określić, w którym z tych okresów nastąpiły odchylenia.

Tabela 12

Odchylenia funduszy typu CNAV od wartości emisyjnej w okresie czerwiec 2007 – czerwiec 2012 (mln EUR i proc.)

Odchylenie	Razem	Z dostępnymi danymi o wielkości funduszu			
	Liczba funduszy	Liczba funduszy	NAV razem	Udział	NAV – 3 największe fundusze
Do 10 pkt baz.	18	13	77,872	28,00 %	45,935
11 lub więcej pkt baz.	15	12	72,253	26,50 %	45,935

Źródło: Badanie ERRS.

Uwagi: Liczba odchyleń od wartości emisyjnej w okresie czerwiec 2007 – czerwiec 2012; zakres: 78 funduszy typu CNAV (dane o wielkości funduszu były dostępne jedynie dla 65 funduszy).

⁽¹⁾ Brak danych dla dwóch pozostałych funduszy typu CNAV.

IV. ZALECENIA ERRS

IV.1 Zakres zaleceń

Celem zaleceń ERRS jest redukcja ryzyka dla stabilności finansowej, jakie stwarzają FRP z UE wskutek cech upodabniających je do banków oraz podatności na ucieczkę inwestorów (zwłaszcza w wypadku funduszy typu CNAV). Zalecenia mają też umożliwić właściwe i konsekwentne wdrożenie w Europie odpowiednich rekomendacji IOSCO.

Komisja zasygnalizowała, że ma zamiar opracować ogólnounijne środki legislacyjne związane z UCITS i FRP. W związku z dążeniem do zharmonizowanego wdrożenia zaleceń ERRS w całej UE ich jedynym **adresatem** jest Komisja. Komisja może występować o radę do Europejskich Urzędów Nadzoru (EUN) – zwłaszcza do EUNGiPW – w sprawach dotyczących wdrożenia zaleceń ERRS oraz, w celu zapewnienia ich zharmonizowanego stosowania, może zwrócić się do EUN o opracowanie potrzebnych standardów technicznych, wytycznych i zaleceń (w tym formularzy sprawozdawczych i formularzy do ujawniania danych). Ustanowienie standardów technicznych związanych z uregulowaniem działalności FRP nie wchodzi w zakres niniejszego załącznika.

Jeśli chodzi o okres wdrożenia niniejszych zaleceń, zgodnie z przewidywanym harmonogramem reformy zasad ramowych dotyczących UCITS Komisja powinna poinformować ERRS o postępach we wdrażaniu niniejszych zaleceń do końca czerwca 2013 r. i do końca czerwca 2014 r. W odniesieniu do zalecenia A proponuje się ponadto rozwiązania przejściowe.

Jeśli chodzi o **zakres funduszy**, zgodnie z rekomendacjami IOSCO, przedmiotem zaleceń ERRS są przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania mające siedzibę w UE, które są oferowane/sprzedawane inwestorom jako przedsiębiorstwo dążące do utrzymania kapitału oraz zapewnienia dziennej płynności i docelowego zwrotu zgodnie ze stopami rynku pieniężnego. Zalecenia dotyczą zwłaszcza funduszy przedstawianych lub sprzedawanych jako fundusz rynku pieniężnego (tj. podmiot dążący do utrzymania wartości kapitału, dziennych umorzeń i stóp rynku pieniężnego) lub funduszy sprzedawanych w sposób sprawiający takie wrażenie (np. jako fundusze gotówkowe, płynne lub płynnościowe, bądź fundusze o krótkim okresie zapadalności). Jeśli nie wskazano wyraźnie typu funduszu (np. CNAV, VNAV, FRP krótkoterminowe, UCITS, inny niż UCITS), zalecenia ERRS odnoszą się do wszystkich typów europejskich FRP zgodnych z powyższą definicją, niezależnie od ich nazwy i ram regulacyjnych.

Poniżej omówiono szczegółowo każde zalecenie, wraz z jego uzasadnieniem ekonomicznym i oceną obejmującą potencjalne zalety i wady oraz, w miarę możliwości, potencjalne skutki dla rynków. Przy ocenie korzystano w szerokim zakresie z opracowań naukowych, zebranych w tym celu danych oraz wywiadów z uczestnikami rynku.

IV.2 Zalecenie A – Obowiązkowe przejście na zmienną wartość aktywów netto

Zaleca się, by Komisja zapewniła we właściwych unijnych przepisach prawnych:

- 1) **wymóg stosowania przez FRP zmiennej wartości aktywów netto;**
- 2) **wymóg powszechnego stosowania przez FRP wyceny według wartości godziwej oraz ograniczenia stosowania wyceny według zamortyzowanego kosztu do kilku z góry określonych sytuacji.**

IV.2.1 Uzasadnienie ekonomiczne

a) Możliwe uregulowania

Poważnym czynnikiem ryzyka systemowego w odniesieniu do FRP jest to, że są to podmioty należące do równoległego systemu bankowego, które pełnią podobną funkcję gospodarczą jak banki. Wprawdzie FRP podlegają nadzorowi rynkowemu, ale nie mają takiej formy prawnej jak banki i nie stosują się do nich te same ramy regulacyjne (zob. część II).

Próbą rozwiązania tej kwestii są rekomendacje IOSCO (październik 2012) zatwierdzone przez FSB. Prace przeprowadzone przez IOSCO w odniesieniu do równoległego systemu bankowego zostały zatwierdzone w dokumencie konsultacyjnym FSB (listopad 2012). Dokument ten wskazuje dwa możliwe podejścia do wskazanego powyżej ryzyka: (i) usunięcie tych cech FRP, które zwiększają ich narażenie na ucieczkę inwestorów, czyli cech (wspólnych z bankami) upodabniających je do depozytów, (ii) zezwolenie FRP na zachowanie cech upodabniających je do depozytów, ale wdrożenie środków redukcji ryzyka analogicznych do przewidzianych w ostrożnościowych regulacjach bankowych.

Pierwsza możliwość wymagałaby zmiany sposobu wyceny jednostek uczestnictwa FRP w celu usunięcia cech upodabniających je do depozytów. W związku z tym wycena jednostek powinna lepiej odzwierciedlać wartość aktywów bazowych FRP. Wynika stąd, że FRP musiałyby działać według modelu VNAV i powszechnie stosować wycenę według wartości godziwej; w razie dalszego stosowania wyceny według zamortyzowanego kosztu wartość aktywów nie powinna znacząco odbiegać od wartości godziwej. Druga możliwość polega na zezwoleniu, by FRP nadal stosowały model CNAV,

ale pod warunkiem większej zgodności z regulacjami bankowymi. W szczególności fundusze musiałyby w swojej działalności przestrzegać wymogów analogicznych do wymogów kapitałowych, płynnościowych i innych wymogów ostrożnościowych, które mają zastosowanie do banków i chronią je przed masowym wycofywaniem depozytów.

Znajduje to odzwierciedlenie w rekomendacji IOSCO nr 10: „FRP oferujące stabilną wartość aktywów netto powinny podlegać uregulowaniom pozwalającym zredukować specyficzne ryzyko związane z tą cechą (stabilnej NAV) i ujmować w sprawozdaniu finansowym koszty wynikające z tego ryzyka. Organy regulacyjne powinny wymagać, gdy jest to wykonalne, przejścia na model zmiennej wartości aktywów netto. Alternatywnym rozwiązaniem jest wprowadzenie mechanizmów ochronnych w celu wzmocnienia odporności FRP o stabilnej NAV i ich zdolności obsługi wysokich umorzeń”. W wymienionym powyżej dokumencie konsultacyjnym z listopada 2012 r. FSB dodaje, że gdyby przejście takie było niewykonalne, potrzebne mechanizmy ochronne „powinny mieć ten sam skutek co wymogi kapitałowe, płynnościowe i inne wymogi ostrożnościowe stawiane bankom, chroniące je przez masowym wycofywaniem depozytów”. W rekomendacji IOSCO nr 4 stwierdza się ponadto, że „przy wycenie papierów wartościowych znajdujących się w ich portfelu FRP powinny przestrzegać ogólnej zasady wartości godziwej. Wycenę według zamortyzowanego kosztu należy stosować jedynie w ograniczonych wypadkach”.

Przy rozważaniu przejścia z modelu CNAV na model VNAV należy starannie rozważyć zmiany zachodzące w otoczeniu międzynarodowym (zob. część I.1). FSB planuje zakończenie prac nad pakietem rekomendacji w sprawie bankowości równoległej we wrześniu 2013 r. (FSB, listopad 2012). Z uwagi na wzajemne powiązania między rynkami i duże zdolności dostosowawcze równoległego systemu bankowego uważa się, że projekty dotyczące tego systemu, którego częścią są także FRP, powinny być kompleksowe, i że każde podejście wyrywkowe lub niekompletne zostanie szybko wykorzystane do arbitrażu. FSB poinformowała, że po opracowaniu ostatecznych rekomendacji przystąpi do prac nad procedurami, tak aby zapewnić odpowiednią implementację różnych zaleceń dotyczących bankowości równoległej. Nie przewiduje jednak dalszych prac nad rekomendacjami dotyczącymi samych FRP.

Zgodnie z istotą FRP jako produktu inwestycyjnego preferowane jest rozwiązanie polegające na wzmocnieniu cech inwestycyjnych FRP i ograniczeniu cech upodabniających je do banków/depozytów poprzez obowiązkowe przekształcenie funduszy typu CNAV w fundusze typu VNAV. Uzasadnieniem dla pójścia dalej niż rekomendacja IOSCO nr 10 jest zredukowanie zachęt dla inwestorów do ucieczki, zwiększenie przejrzystości cen i zmniejszenie wzajemnych powiązań; szczegółowe omówienie przedstawiono poniżej.

b) Ograniczenie ryzyka

Możliwość ucieczki inwestorów dotyczy wprawdzie wszystkich typów funduszy, w których występuje niedopasowanie terminów zapadalności lub płynności, ale pewne cechy funduszy typu CNAV wskazują, że w ich wypadku występuje większe prawdopodobieństwo, że w okresach napięć na rynkach inwestor będzie dążyć do uzyskania „przewagi pierwszego gracza” (zob. część II.1). Przejście na model VNAV zmniejszy specyficzne ryzyko związane z funduszami CNAV i skutki ewentualnego zdarzenia kredytowego. Model VNAV może zmniejszyć **zachęty dla posiadaczy jednostek do ucieczki**, kiedy fundusz wykaże umiarkowaną stratę. Jak wyjaśniono w części II, nawet niewielka strata może spowodować ucieczkę z funduszu, która może rozszerzyć się na inne FRP. Przewaga pierwszego gracza wynikająca ze stosowania metody zamortyzowanego kosztu i zaokrąglania wartości aktywów netto może zostać zmniejszona poprzez wymuszenie na posiadaczach jednostek uczestnictwa ich umarzania po wartości aktywów netto odzwierciedlającej bieżące straty, dzięki czemu straty byłyby w mniejszym stopniu przenoszone na pozostałych udziałowców.

Odejście od wyceny według zamortyzowanego kosztu i zaokrąglania sprawiłoby też, że **ceny byłyby przejrzyste** dla inwestorów, gdyż pozwoliłoby na wahania cen jednostek uczestnictwa, tak jak w wypadku innych przedsięwzięć zbiorowego inwestowania, i pozwoliłoby inwestorom lepiej zrozumieć, jakie ryzyko nierozzerwalnie wiąże się z takimi funduszami i czym różnią się one od depozytów. Tym samym zmniejszyłyby się oczekiwania inwestorów, że FRP nie będą wrażliwe na straty, co zmniejszyłoby prawdopodobieństwo ucieczki inwestorów, gdy fundusz nie spełni tych oczekiwań. Bardziej prawdopodobne będzie oczekiwanie i akceptacja przez inwestorów regularnych wahań cen, tak jak ma to miejsce w wypadku innych produktów inwestycyjnych, gdyż spadek ceny rynkowej nie musi być wówczas sygnałem nieuchronnej utraty wartości papierów wartościowych w portfelu funduszu ⁽¹⁾. Model VNAV może zmniejszać niepewność co do jakości aktywów znajdujących się w portfelu, gdyż jakość ta jest odzwierciedlona w poziomie NAV.

⁽¹⁾ Na przykład latem 2011 r. wystąpiły wahania wartości europejskich FRP typu VNAV, odzwierciedlające zmiany sytuacji rynkowej i wzrost zmienności. Wahania te wywarły jednak niewielki wpływ na umorzenia, co sugeruje, że inwestorzy akceptują przejściowe odchylenia (nawet in minus) wartości aktywów netto swoich środków.

W wypadku FRP inwestujących w instrumenty o bardzo krótkich terminach zapadalności, gdzie ryzyko kredytowe i stopy procentowej jest mniejsze, niższy poziom ryzyka będzie się prawdopodobnie przejawiać w mniejszych wahaniami NAV. Ponieważ inwestorzy będą mogli porównywać dziennie wahania wartości przy różnych warunkach rynkowych, informacja ta pomoże im w podejmowaniu decyzji lepiej dostosowanych do indywidualnych preferencji w zakresie relacji ryzyka do zwrotu.

Choć opisaną powyżej przewagę pierwszego gracza można ograniczyć, zachęta do umorzenia wcześniej niż inni inwestorzy nadal będzie obecna, choć w mniejszym stopniu. FRP nie mają stuprocentowej płynności dziennej, więc może się zdarzyć, że w skrajnych wypadkach zlecenia umorzenia nie będą mogły zostać zrealizowane. Dlatego też w razie bardzo dużej ilości umorzeń inwestorzy mogą i tak mieć zachętę do wycofania środków (dzieje się tak we wszystkich funduszach inwestycyjnych), gdyż kolejne zlecenia mogą zmusić fundusz do sprzedaży mniej płynnych aktywów, co może prowadzić do strat. Do ryzyka ucieczki inwestorów może też przyczynić się niepewność co do zastosowanej metody wyceny, występująca również w funduszach typu VNAV.

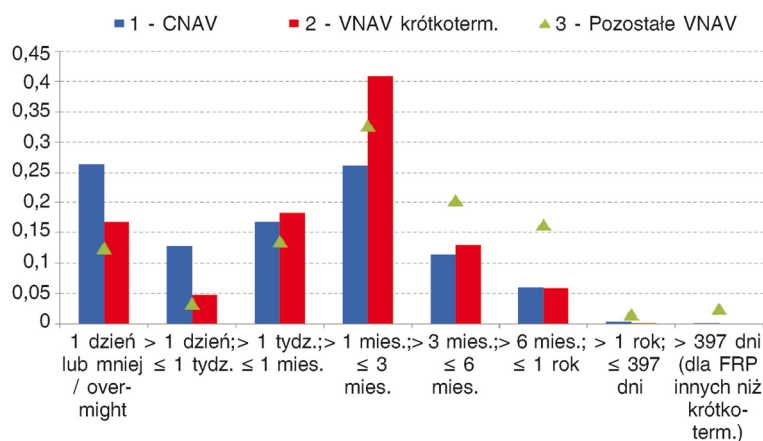
Aby jeszcze bardziej ograniczyć takie ryzyko, także w odniesieniu do funduszy typu VNAV, zalecenia odnoszą się do wyceny pojedynczych instrumentów. Ogólnie rzecz biorąc, FRP powinny zapewniać wycenę aktywów według bieżących cen rynkowych, pod warunkiem że ceny te są dostępne, wiarygodne i aktualne. Gdyby ceny rynkowe były niedostępne lub niewiarygodne, fundusze powinny zasadniczo wyceniać papiery wartościowe ze swoich portfeli za pomocą modeli wyceny opartych na bieżącej krzywej dochodowości i spreadzie emitenta.

Z zalecenia nie wynika całkowity zakaz wyceny według zamortyzowanego kosztu. Jeśli jednak metoda ta ma być nadal dopuszczana, należy wprowadzić silne mechanizmy kontrolne, aby zminimalizować ryzyko niewłaściwej wyceny. Podobnie jak wskazano w rekomendacji IOSCO, metodę zamortyzowanego kosztu wolno stosować jedynie wtedy, gdy można uznać, że pozwoli ona na odpowiednie przybliżenie ceny danego instrumentu.

Należy wprowadzić ograniczenia co do stosowania wyceny według zamortyzowanego kosztu w odniesieniu do pozostałego okresu zapadalności instrumentu, gdyż znacznie zmniejszy to ryzyko rozbieżności między ceną CNAV i faktyczną ceną FRP. Wprawdzie IOSCO zaleca, by maksymalny pozostały okres zapadalności wynosił 90 dni, ale instrumenty o krótszych okresach zapadalności również są wrażliwe na ryzyko stopy procentowej i ryzyko kredytowe. Należy w tym miejscu wspomnieć, że w europejskich FRP (zwłaszcza typu CNAV) udział aktywów z pozostałym okresem zapadalności poniżej 90 dni jest wysoki (zob. **wykras 6**). W Stanach Zjednoczonych SEC (1977) dopuszcza wycenę funduszy wspólnego inwestowania według zamortyzowanego kosztu jedynie wtedy, kiedy pozostały okres zapadalności wynosi nie więcej niż 60 dni i istnieją dodatkowe mechanizmy zabezpieczające⁽¹⁾. Zatem – choć wszystkie ograniczenia stosuje się łącznie – dopuszczenie maksymalnego okresu 90 dni wiązałoby się z ryzykiem zbyt szerokiego stosowania metody zamortyzowanego kosztu. W wypadku funduszu typu CNAV nieprawidłowa wycena choćby 0,5% jego aktywów może stać się zachętą do ucieczki, gdy inwestorzy będą chcieli umorzyć jednostki uczestnictwa po cenie emisyjnej, zanim ich wartość spadnie poniżej tej ceny.

Wykras 6

Przekrój zapadalności aktywów wg typu funduszu (proc.)



Źródło: Badanie ERRS.

Uwagi: Kategoria „1 dzień lub mniej” obejmuje także depozyty bez terminu zapadalności lub z terminem nieograniczonym. Zakres funduszy typu CNAV: 82% aktywów w zarządzaniu.

(1) Obecnie reguła 2a-7 dopuszcza odejście od tej ogólnej zasady w wypadku FRP, które mogą stosować wycenę według zamortyzowanego kosztu i zaokrąglanie bez ograniczeń. Według FSOC (2012) przejście na model VNAV wymagałoby wycofania tego wyjątku, więc FRP musiałyby wyceniać swoje portfele tak samo jak wszystkie inne fundusze wspólnego inwestowania, a metodę zamortyzowanego kosztu mogłyby stosować jedynie do instrumentów o okresie zapadalności 60 dni lub krótszym i spełniających inne warunki dodatkowe.

Zalecenie B w sprawie wymogów płynnościowych będzie się także odnosić do funduszy typu VNAV i powinno jeszcze bardziej ograniczyć ryzyko ucieczki inwestorów. Należy jednak przyznać, że choć ryzyko to prawdopodobnie się zmniejszy, nie można go całkowicie wyeliminować, gdyż FRP dokonują przekształcenia terminów zapadalności.

Na koniec zalecenie A może pomóc w rozwiązaniu problemu ryzyka systemowego związanego z **wzajemnymi powiązaniem** między sponsorami FRP, gdyż jakiegokolwiek wahania VNAV powinny zmniejszyć zależność inwestorów od nieformalnego i uznaniowego wsparcia ze strony sponsorów. Wynika to stąd, że sponsorzy funduszy typu VNAV są mniej skłonni do interwencji w celu ustabilizowania ceny jednostek uczestnictwa.

IV.2.2 Ocena

a) Potencjalne skutki

Wszelkie propozycje rozwiązań dotyczących FRP należy starannie ocenić pod kątem ich potencjalnych skutków dla stabilności finansowej i funkcjonowania rynku. Propozycją obecnie najintensywniej dyskutowaną na arenie międzynarodowej jest obowiązkowe przejście FRP z modelu CNAV na model VNAV. Z uwagi na międzynarodowe powiązania generowane przez FRP optymalnym rozwiązaniem byłoby ujednoczenie interwencji organów regulacyjnych na poziomie światowym. Jednak na dzień wydania niniejszego załącznika nie wiadomo, czy w USA (największym rynku FRP na świecie) w dającej się przewidzieć przyszłości zostaną wprowadzone kolejne reformy regulacyjne. Jednocześnie w Europie trwają inicjatywy legislacyjne dotyczące ramowych zasad w sprawie UCITS, które mogą stać się okazją do wprowadzenia środków, które jeszcze bardziej ograniczą ryzyko systemowe wynikające z działalności FRP (zob. część I).

Z jednej strony skutki (jednostronnego) obowiązkowego przejścia europejskich FRP na model VNAV mogą okazać się nieistotne dla europejskiej branży FRP, jeśli przyjmie się, że inwestorzy FRP typu CNAV zwracają uwagę nie tyle na formalną klasyfikację funduszu, co na jego aktywa bazowe. Z drugiej strony może dojść do nagłego wypływu środków z europejskich funduszy typu CNAV do innych systemów prawnych lub do produktów alternatywnych. Wywarłoby to znaczący wpływ na wycenę i dostępność finansowania krótkoterminowego dla europejskich pożyczkobiorców, zwłaszcza banków.

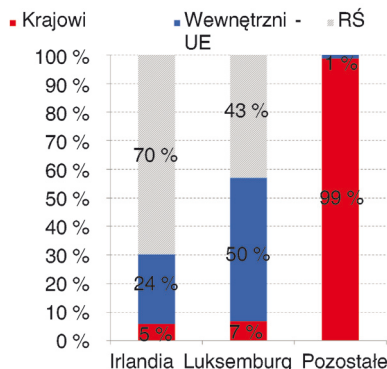
Podczas spotkania przy okrągłym stole zorganizowanego przez ERRS z udziałem zainteresowanych stron z sektora prywatnego wielu przedstawicieli branży wysuwało argument, że wprawdzie zmniejszenie popytu jest mało prawdopodobne w wypadku inwestorów z UE, ale może być większe w wypadku inwestorów spoza UE, zwłaszcza z USA, dla których stała wartość aktywów netto jest cechą szczególnie atrakcyjną. Spadek popytu ze strony inwestorów amerykańskich może okazać się znaczny, jeśli podobna reforma regulacyjna nie zostanie w najbliższej przyszłości przeprowadzona lub zapowiedziana w USA. Wpływ potencjalnego jednostronnego przejścia na model VNAV w Europie jest bardzo trudno oszacować, głównie z powodu niepewności co do zachowania inwestorów, ale dane przedstawione w części II umożliwiają przynajmniej przybliżoną ocenę tego wpływu.

Ekspozycja funduszy typu CNAV w MIF spoza UE (łącznie 161 mld EUR) jest bardzo duża w porównaniu z ich ekspozycją w MIF z UE (146 mld EUR), do czego przyczyniają się przede wszystkim fundusze irlandzkie (128 mld EUR, 47% łącznych aktywów w zarządzaniu). Transgraniczna ekspozycja irlandzkich funduszy typu CNAV w MIF z UE także jest wysoka (75 mld EUR). W wypadku Luksemburga ekspozycja w MIF z UE (58 mld EUR) jest wyższa niż w podmioty spoza UE (33 mld EUR), choć tu zakres badania jest mniejszy i prawdziwa wielkość ekspozycji może być wyższa. Zatem obowiązkowe przejście na model VNAV mogłoby negatywnie wpłynąć na źródło finansowania europejskich MIF o wartości 146 mld EUR, choć część tych środków pozostałaby prawdopodobnie w dalszym ciągu zainwestowana w europejskie MIF, np. poprzez bezpośrednie inwestycje w papiery wartościowe wyemitowane przez europejskie banki lub poprzez depozyty bankowe.

Znaczna niepewność wiąże się z przekrojem geograficznym inwestorów FRP, o czym świadczą różnice między statystykami EBC a danymi z doraźnego badania przeprowadzonego przez ERRS (zob. **tabela 9** w części III.3). Fundusze typu CNAV ulokowane są głównie w Irlandii i Luksemburgu; przekrój geograficzny i sektorowy ich bazy inwestorów przedstawia tabela 9 w części III.3 (por. **wykresy 7 i 8** poniżej).

Wykres 7

Przekrój geograficzny inwestorów FRP (proc.)

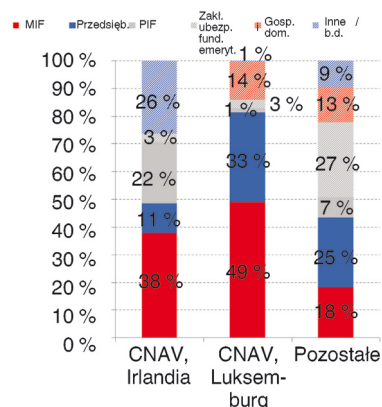


Źródło: Badanie ERRS.

Uwagi: „Pozostałe” to fundusze z Francji, Niemiec, Włoch i Hiszpanii. Zakres odpowiada 100% badania ERRS i ok. 70% łącznych aktywów zarządzanych przez FRP z UE.

Wykres 8

Przekrój sektorowy inwestorów FRP (proc.)



Źródło: Badanie ERRS.

Uwagi: „Pozostałe” to fundusze z Francji, Niemiec, Włoch i Hiszpanii oraz fundusze typu VNAV z Irlandii i Luksemburga. Zakres odpowiada 100% badania ERRS i ok. 70% łącznych aktywów zarządzanych przez FRP z UE.

Według wyników badania ERRS udział inwestorów spoza UE w irlandzkich FRP wynosi 70% (202 mld EUR) łącznych aktywów w zarządzaniu (zob. **wykres 7**). Jednak zgodnie ze statystykami EBC, które obejmują całą populację FRP, 82% (253 mld EUR) przypada na inwestorów spoza strefy euro. Nie wydaje się jednak prawdopodobne, by na inwestorów ze Zjednoczonego Królestwa i innych państw członkowskich UE spoza strefy euro przypadało zaledwie 51 mld EUR (różnica między tymi dwiema wielkościami), skoro w samej Irlandii na fundusze denominowane w GBP przypada 134 mld EUR. Choć dokładna liczba nie jest znana, wartość z badania ERRS (202 mld EUR) można przyjąć jako kres górny przedziału; kres dolny można wyprowadzić ze statystyk EBC jako różnicę między całym sektorem „reszta świata (RS)” (czyli poza UE) a łączną wartością funduszy denominowanych w GBP (253 mld EUR minus 134 mld EUR, czyli 119 mld EUR). Zatem udział inwestorów z reszty świata w Irlandii mieściłby się w przedziale między 119 mld EUR a 202 mld EUR. Według badania inwestorzy ci inwestują przede wszystkim w fundusze typu CNAV (84%).

Jeśli chodzi o Luksemburg, docelowy zakres badania obejmował jedynie część bazy inwestorów FRP, odpowiadającą ok. 74% łącznych zainwestowanych środków. Według tych danych na sektor RS przypada ok. 79 mld EUR – 43% łącznej bazy inwestorów. Analogiczna wartość ze statystyk EBC (które obejmują także inwestorów ze Zjednoczonego Królestwa) wynosi 152 mld EUR, czyli 61% łącznej bazy inwestorów. Po odjęciu funduszy denominowanych w GBP umiejscowionych w Luksemburgu (równoważność ok. 20 mld EUR) rozpiętość tych dwóch wielkości pozostaje dość duża: między 79 mld EUR a 132 mld EUR.

W odniesieniu do funduszy typu CNAV dostępne są jedynie dane z badania ERRS. Według nich na inwestorów spoza UE przypada 257 mld EUR, co stanowi 62% łącznej bazy inwestycyjnej. Jednak z uwagi na niepewność co do miejsca pochodzenia inwestorów liczba ta jest prawdopodobnie zawyżona.

Zatem w sumie, według badania ERRS, potencjalny popyt ze strony inwestorów spoza UE, których może przyciągać konkretnie cecha CNAV, wynosi 257 mld EUR (25% łącznego popytu); niestety przekrój geograficzny bazy inwestorów nie pozwala na określenie klasy inwestorów amerykańskich. Gdyby przejście na model VNAV doprowadziło do odejścia tych inwestorów, mogłoby się to odbić na jednej czwartej aktywów zarządzanych przez europejskie FRP. Może to także wpłynąć na finansowanie MIF. Ponieważ jednak fundusze typu CNAV inwestują w większości poza UE (zob. **tabela 4** w części III.2), wpływ na europejskie MIF może okazać się mniejszy. Ponadto prawdopodobne jest, że udział inwestorów spoza UE został w badaniu bardzo zawyżony. Według danych IMMFA na inwestorów z USA przypada 10% – ok. 40 mld EUR, a zatem bezpośredni wpływ odejścia tych inwestorów byłby dość mały.

b) Rozwiązania przejściowe

Rozwiązania przejściowe dotyczące obowiązkowego przejścia na model VNAV są potrzebne z kilku powodów. Po pierwsze, przejście z modelu CNAV na VNAV może być trudne do przeprowadzenia zarówno dla zarządzających, jak i dla inwestorów, gdyż prawdopodobnie będzie wiązało się z koniecznością przebudowy systemów informatycznych i back office. Po drugie, może dojść do nasilenia się umorzeń ze strony inwestorów pragnących uniknąć potencjalnych strat w wypadku, gdyby aktualna wartość CNAV była różna od „prawdziwej” wartości VNAV. Zaleca się zatem wyznaczenie funduszom na przeprowadzenie niezbędnych dostosowań dostatecznie długiego okresu przejściowego, w czasie którego mogłyby utrzymać wartość CNAV. Okres przejściowy dla istniejących funduszy typu CNAV mógłby wynosić co najmniej dwa lata od ostatecznego ogłoszenia zasad w tej sprawie. Ponadto przed wprowadzeniem tej zmiany FRP powinny z wyprzedzeniem zapowiedzieć przejście na model VNAV i dokładnie wyjaśnić jego konsekwencje. Czas ten powinien też wystarczyć inwestorom na uwzględnienie ewentualnych reform, które mogą zostać wprowadzone w odniesieniu do FRP w USA, co złagodziłoby obawy dotyczące wcześniejszego wprowadzenia zmian w UE.

c) Rozwiązanie alternatywne: wymogi kapitałowe

Uzasadnienie

Na wypadek gdyby przejście na model VNAV było niewykonalne, FSB (listopad 2012) proponuje rozwiązanie alternatywne polegające na wprowadzeniu wymogów, które miałyby takie same skutki jak ostrożnościowe regulacje bankowe. Gdyby w Europie nie wprowadzono przepisów prawa nakładających na FRP typu CNAV obowiązek przejścia na model VNAV, należałoby zastosować silne mechanizmy ochronne, w tym wymogi kapitałowe, zgodne z regulacjami bankowymi.

Poniżej opisano kwestię wymogów kapitałowych. Uzasadnieniem dla wprowadzenia formalnych wymogów kapitałowych jest koncepcyjne podobieństwo funduszy typu CNAV do depozytów bankowych (które są chronione poprzez wymogi kapitałowe mające zastosowanie do banków). Celem wprowadzenia wymogów kapitałowych wobec funduszy typu CNAV jest zwiększenie ich zdolności do pokrycia strat, które mogą wynikać z niemożności realizacji aktywów lub ze sprzedaży aktywów w celu wykonania zleceń umorzenia zagrażających stabilnej wartości jednostek uczestnictwa. Może to ograniczyć ryzyko systemowe związane z takimi funduszami dzięki zmniejszeniu przewagi pierwszego gracza i zachęt dla inwestorów do umarzania udziałów w okresach napięć w sytuacji, jeżeli oczekiwane przez nich straty będą niższe niż bufor kapitałowy⁽¹⁾.

Oprócz wymogów kapitałowych fundusze FRP typu CNAV mogłyby być zobowiązane do wystąpienia o licencję bankową o ograniczonym zakresie (zob. Parlament Europejski, 2012). Dzięki temu podlegałyby podobnym regulacjom ostrożnościowym jak banki – zwłaszcza w odniesieniu do kapitału. Dałoby im to ponadto dostęp do przysługujących bankom ubezpieczeń depozytów i płynności z banku centralnego.

Możliwe modele

Na poziomie międzynarodowym omawia się dwie możliwe formy wymogów kapitałowych: (i) bufor NAV finansowany przez inwestorów, (ii) wymogi kapitałowe wobec zarządzającego. Poniżej omówiono szczegółowo oba modele.

(i) Bufor NAV finansowany przez rynek

Pierwsza możliwość – bufor NAV – polega na tym, że FRP tworzyłyby rezerwę kapitałową na poziomie funduszu przez zatrzymanie części swojego dochodu jako potencjalnej ochrony przed stratami. Minimalna wielkość buforu NAV mogłaby zostać określona w przepisach prawa; po jej osiągnięciu fundusz nie musiałby już zatrzymywać części dochodu. Koncepcja ta ma jednak szereg wad (zob. IOSCO, październik 2012).

⁽¹⁾ Zob. np. Gordon, Gandia (2012); Squam Lake Group (2011); FSOC (2012).

Zgromadzenie wystarczająco dużej rezerwy wymaga czasu, więc w okresie przejściowym – do osiągnięcia odpowiedniej wysokości – nie byłaby ona bardzo przydatna. Mniejszy bufor można by zgromadzić szybciej, ale jego przydatność byłaby niewielka; mógłby nawet wywoływać wśród inwestorów błędne wrażenie, że są chronieni przed stratami lepiej, niż ma to miejsce w rzeczywistości, przez co może wzrosnąć ryzyko systemowe. Przy obecnym niskim poziomie stóp procentowych stworzenie dużego bufora byłoby ponadto bardzo trudne do wykonania.

Budowa bufora mogłaby poza tym doprowadzić do transferu korzyści – od obecnych inwestorów uczestniczących w jego tworzeniu na przyszłych posiadaczy jednostek uczestnictwa, którzy będą mogli później na nim skorzystać.

Ponieważ bufor taki bezpośrednio zmniejszałby stopę zwrotu oferowaną przez fundusz, inwestycje w FRP mogłyby stać się mniej atrakcyjne i obniżyłyby się popyt ze strony inwestorów. Aby uniknąć konieczności utworzenia bufora, fundusze mogłyby wychodzić z rynku, co odbiłoby się na wielkości branży i dostępności krótkoterminowego finansowania dla MIF, którego ważnym źródłem jest ta branża.

I wreszcie – ponieważ bufor byłby opłacany przez posiadaczy jednostek – zarządzający i sponsorzy nie mieliby w nim udziału finansowego, co mogłoby zmniejszyć ich motywację do ostrożnego zarządzania ryzykiem.

(ii) Wymogi kapitałowe wobec sponsorów/formalna gwarancja sponsora

Drugą możliwością jest nałożenie na zarządzających/sponsorów funduszy FRP wymogu formalnego zobowiązania się do udzielenia wsparcia finansowego, którego często oczekuje się nieformalnie. Dzięki takiemu formalnemu zobowiązaniu wsparcie (obecnie uznaniowe), z jakiego w przeszłości fundusze FRP często korzystały, stałoby się obowiązkowe, a sponsor/zarządzający byłby zmuszony do ujęcia związanego z nim kosztu w sprawozdaniu finansowym. Rozwiązanie takie jest rozsądne, gdyż – jak wyjaśniono w części II.2 – uznaniowy charakter wsparcia ze strony sponsora jest jednym ze źródeł ryzyka systemowego związanego z FRP.

Zarządzający czy ogólniej sponsorzy funduszy FRP mogliby mieć obowiązek stworzenia i finansowania rachunku powierniczego, który służyłby do pokrywania strat poniesionych przez fundusz. Kapitał byłby utrzymywany poza funduszem i należałby do kapitału własnego sponsora/gwaranta, a nie do zobowiązań funduszu. Pośrednio swój wkład do niego wnosiliby również inwestorzy, np. w postaci wyższych kosztów/opłat, co mogłoby prowadzić do spadku popytu. Istnieje też inna możliwość: udzielenia formalnej gwarancji przez zarządzającego/sponsora, pod warunkiem że jest on podmiotem podlegającym regulacjom i objętym ostrożnościowymi wymogami kapitałowymi.

Wielkość

Bufor czy wymóg kapitałowy powinien być na tyle wysoki, by zapewnić znaczną ochronę przed stratami i w ten sposób skutecznie ograniczać ryzyko ucieczki inwestorów. W przeciwnym wypadku posiadacze jednostek mieliby podobne powody do ucieczki, gdyby uznali, że potencjalne straty funduszu będą wyższe niż bufor kapitałowy lub gdyby pojawiła się niepewność co do zdolności gwaranta do udzielenia pomocy. Wymóg kapitałowy związany z formalną gwarancją udzielaną przez sponsora, zwłaszcza gdyby model CNAV został utrzymany, musiałby być zgodny z odpowiednim wymogiem kapitałowym dotyczącym banków.

W opracowaniu **Squam Lake Group** (2011) sugeruje się, by przy wyznaczaniu wielkości bufora wziąć pod uwagę kwoty przekazane w przeszłości przez sponsorów w celu zapobieżenia spadkowi wartości funduszy CNAV poniżej ceny emisyjnej. Na przykład bufor potrzebny w okresie dwóch dni po upadku Lehmana, gdy Reserve Primary Fund zgłosił minimalną cenę jednostki uczestnictwa na poziomie 97 centów, wynosiłby co najmniej 0,03 USD za jednostkę.

FSOC (2012) proponuje, by bufor był dostosowany do ryzykowności aktywów funduszu, według następujących zasad: (i) niewymagany w wypadku gotówki, skarbowych papierów wartościowych i skarbowych umów repo (umów repo zabezpieczonych wyłącznie gotówką i papierami skarbowymi); (ii) bufor w wysokości 0,75% dla innych aktywów o płynności dziennej (lub tygodniowej w wypadku funduszy zwolnionych z podatku); (iii) bufor w wysokości 1,00% dla wszystkich pozostałych aktywów. W funduszach typu CNAV bufor NAV utrzymywany byłby oprócz aktywów potrzebnych do stabilizowania ceny jednostek uczestnictwa. FSOC wspomina ponadto, że choć z zasady FRP inwestują w papiery wartościowe o niższym ryzyku, z doświadczenia wynika, że fundusz może ponieść straty przewyższające bufor NAV na poziomie 1%. Dlatego też FSOC przedstawia rozwiązanie alternatywne – bufor do 3% (także zależny od struktury aktywów). Propozycje FSOC obejmują ponadto pomysł „minimalnego salda zagrożonego”, stanowiącego część wartości rachunku, która byłaby umarzana z opóźnieniem.

Jako przykład **IOSCO** podaje bufor NAV na pokrycie różnic między wartością rynkową i emisyjną na poziomie minimum 50 pkt bazowych. Jednak bufor tej wielkości nie działałby tak samo jak wymogi kapitałowe proponowane przez **FSB** (listopad 2012). Zgodnie z **zasadami ramowymi Bazylei III** kapitał własny banków powinien zapewniać do spełnienia dwóch kryteriów: wymogu dotyczącego kapitału ważonego ryzykiem i wymogu dotyczącego dźwigni finansowej. Zgodnie z tym drugim wymogiem kapitał własny musi odpowiadać co najmniej 3% aktywów banku (zob. Basel Committee on Banking Supervision 2010, ustęp 153). Stąd włączenie aktywów FRP do bilansu banku udzielającego

gwarancji oznaczałoby wymóg kapitałowy na poziomie 3% NAV funduszu. Zatem aby zapewnić zgodność z ostrożnościami regulacjami bankowymi, należy ogólnie rozważać bufor kapitałowy na poziomie 3%. Powinien on obowiązywać niezależnie od tego, czy zobowiązanie kapitałowe spoczywa na bankach, czy – jeśli jest to dozwolone – na zarządzającym lub stronie trzeciej. Należy jednak zaznaczyć, że proponowany przez Komitet Bazylejski wskaźnik dźwigni na poziomie 3% w okresie od stycznia 2013 r. do stycznia 2017 r. jest jedynie rejestrowany przez organy nadzoru (nie podlega obowiązkowi ujawniania), więc może jeszcze ulec kalibracji.

Ryzyko

Z wprowadzeniem wymogów kapitałowych wiąże się kilka rodzajów ryzyka. Po pierwsze, wymóg taki mógłby mieć **poważne konsekwencje kapitałowe** dla zarządzających/sponsorów. Gdyby przyjąć jako punkt odniesienia zasady ramowe Bazylei III, wymagana kwota stanowiłaby co najmniej 3% wartości aktywów netto FRP. Według szacunków przedstawionych przez kilku członków ERRS, dla niektórych banków europejskich stworzenie 3-procentowego bufora kapitałowego od wszystkich aktywów FRP typu CNAV zarządzanych w ramach grupy bankowej może oznaczać koszt rzędu aż pół punktu procentowego ich kapitału podstawowego (przy założeniu, że bufor ten byłby przez bank sponsorujący wykazywany w aktywach i w całości pomniejszałby jego kapitał własny).

Ponadto wprowadzenie formalnego zobowiązania mogłoby zwiększyć **wzajemne powiązania** w systemie finansowym (szczególnie w systemie bankowym), zwłaszcza gdyby sponsorzy o większym znaczeniu systemowym mieli lepsze możliwości sfinansowania kapitału. Z drugiej strony jako kontrargument można podać, że wymogi kapitałowe nie tyle zwiększałyby wzajemne powiązania, co jedynie poprawiały przejrzystość powiązań, które i tak istnieją wskutek dorozumianych relacji z jednostkami wspierającymi. Pomogłoby to lepiej zrozumieć ponoszone ryzyko inwestorom zarówno banków, jak i FRP. Jednak branża FRP typu CNAV w Europie już jest w znacznym stopniu **skoncentrowana** (zob. część III.4). Wprowadzenie wymogów kapitałowych wobec funduszy typu CNAV lub ich sponsorów prawdopodobnie doprowadzi w tej branży do konsolidacji, z czego wynikałoby większa koncentracja ryzyka.

Ponieważ udział w tworzeniu bufora czy spełnieniu wymogów kapitałowych miałby też prawdopodobnie inwestorzy, przynajmniej pośrednio – poprzez wyższe koszty i opłaty – kolejną konsekwencją takich rozwiązań mógłby być **spadek popytu ze strony inwestorów**. Co do potencjalnego wpływu na finansowanie banków, należy przypomnieć, że europejskie FRP typu CNAV dostarczają europejskim MIF finansowanie rzędu 146 mld EUR.

Choć ze względu na stabilność i przejrzystość formalne zobowiązania byłyby korzystniejsze od nieformalnych, przejście z modelu CNAV na VNAV wydaje się lepszym rozwiązaniem niż wprowadzenie formalnych wymogów kapitałowych. Bufory kapitałowe nie są zgodne z koncepcją, że ryzyko inwestycyjne spoczywa na inwestorach, będącą podstawową cechą funduszu inwestycyjnego; co więcej, mogłyby one **jeszcze bardziej zatrzeć różnicę między FRP a bankami**.

IV.3 Zalecenie B – Wymogi płynnościowe

Zaleca się, by Komisja zapewniła we właściwych unijnych przepisach prawnych:

- 1) *uzupełnienie istniejących wymogów płynnościowych dotyczących FRP o formalne wyznaczenie minimalnych kwot aktywów o płynności dziennej i tygodniowej, jakie muszą być utrzymywane przez FRP;*
- 2) *zwiększenie odpowiedzialności zarządzających funduszami w zakresie monitorowania ryzyka płynności;*
- 3) *wyposażenie krajowych organów nadzoru i zarządzających funduszami w skuteczne narzędzia, np. czasowe zawieszenie umorzeń, pozwalające radzić sobie z ograniczeniami płynności w okresach napięć, wynikającymi zarówno z czynników oddziałujących tylko na dany fundusz, jak i wpływających na cały rynek.*

IV.3.1 Uzasadnienie ekonomiczne

a) Poprawa odporności FRP

Zalecenie B jest zgodne z rekomendacjami w sprawie zarządzania płynnością wydanymi przez IOSCO. Ściśle mówiąc, w rekomendacji nr 7 stwierdza się, że „fundusze rynku pieniężnego powinny utrzymywać minimalną kwotę płynnych aktywów, by wzmocnić swoją zdolność realizacji umorzeń i zapobiegania wyprzedzaży aktywów”.

W kontekście UE, jak wyjaśniono powyżej (część I.2), europejskie ramy prawne zarządzania ryzykiem płynności już teraz są mocne. Między innymi ogólna zasada określona w art. 1 dyrektywy UCITS mówi, że fundusz UCITS umarza jednostki uczestnictwa na żądanie ich posiadaczy. W przypadku FRP wytyczne CESR/EUNGiPW stanowią, że fundusze te powinny zapewniać inwestorom płynność dzienną i zarządzać swoją płynnością zgodnie z tą zasadą. W wytycznych CESR/EUNGiPW dla FRP określono także limity średniego ważonego okresu trwania i średniego ważonego okresu zapadalności; limity te nakładają ograniczenia w zakresie zarządzania płynnością i wymuszają na zarządzających utrzymywanie płynnych aktywów.

W przeciwieństwie do istniejących przepisów, zwłaszcza amerykańskich, prawo UE nie określa jednak formalnych wskaźników w odniesieniu do minimalnych kwot płynnych aktywów, jakie muszą być utrzymywane przez FRP. W tym kontekście należy odnotować, że Parlament Europejski (2012) zwrócił się do Komisji o zbadanie możliwości wprowadzenia konkretnych wymogów płynnościowych dla FRP poprzez wyznaczenie minimalnych wymogów w zakresie płynności overnight, tygodniowej i miesięcznej ⁽¹⁾.

Płynne aktywa umożliwiają FRP wypłatę środków posiadaczom jednostek funduszu żądającym ich umorzenia i unikanie wyprzedzący aktywów ze stratą, a także pomagają zapobiegać przenoszeniu się niekorzystnych skutków na inne fundusze utrzymujące podobne papiery wartościowe. W związku z tym zaleca się, by w przepisach regulacyjnych UE formalnie określić minimalne wymagane kwoty aktywów o płynności dziennej i tygodniowej. Główne korzyści związane z dodaniem tego wymogu są następujące:

- a) podkreśli on znaczenie płynnych aktywów dla umożliwiania FRP **realizacji potencjalnie znacznych zleceń umorzenia** i przetrwania okresów zmienności na rynkach: korzyści te widać na przykładzie wydarzeń, które nastąpiły w lecie 2011 r., kiedy to amerykańskie FRP musiały zrealizować dużą ilość umorzeń ⁽²⁾;
- b) zapewni on **jednolite podstawy praktyki zarządzania płynnością** dla FRP z całej Europy, co przyczyni się do utrzymania zaufania wśród inwestorów: obecnie progi i wymagania w zakresie zarządzania płynnością zdefiniowane w kodeksie postępowania IMMFA i metodologiach agencji ratingowych różnią się między sobą (zob. **ramka 1** poniżej); prawo amerykańskie natomiast, jak wspomniano powyżej, określa konkretne progi dla aktywów o płynności dziennej i tygodniowej;
- c) sprawi on, że FRP **będą przez cały czas stosować ostrożne podejście do zarządzania płynnością**: płynność FRP wzrosła w następstwie kryzysu finansowego z 2008 r. oraz wzrostu awersji do ryzyka w związku z kryzysem zadłużeniowym w UE i wysoką zmiennością na rynkach. Istnieje ryzyko, że gdy warunki na rynkach się ustabilizują, FRP z powrotem zmniejszą ilość płynnych aktywów w swoich portfelach i będą inwestować w bardziej dochodowe instrumenty o dłuższych terminach, co może pogorszyć ich sytuację płynnościową;
- d) wprowadzenie formalnych wskaźników należy uznać za element ostrożnego zarządzania ryzykiem płynności (zdefiniowanego np. w art. 51 dyrektywy UCITS), przy czym pełna odpowiedzialność za zarządzanie płynnością nadal będzie spoczywać na firmie zarządzającej.

Ramka 1

Różne podejścia do buforów płynności

IMMFA: Fundusz należący do IMMFA musi utrzymywać co najmniej 10% aktywów netto w inwestycjach z terminem zapadalności następnego dnia roboczego oraz co najmniej 20% aktywów netto w inwestycjach, których termin zapadalności upływa w ciągu pięciu dni roboczych. W tym celu uczestnicy mogą określić sposób traktowania dowolnego rodzaju długu państwowego na podstawie płynności poszczególnych inwestycji, a nie ich ostatecznego terminu zapadalności.

Fitch: Płynność dzienną definiuje się jako: gotówkę złożoną u depozytariusza o ratingu co najmniej „A” i/lub „F1” bądź równorzędnym; umowy repo overnight; udziały w FRP o ratingu „AAAmmf” w skali Fitch lub równorzędnym; papiery wartościowe wyemitowane przez podmiot o odpowiednim ratingu, których termin zapadalności upływa lub które mogą być wykupione na żądanie ich posiadacza w ciągu jednego dnia roboczego; bezpośrednie zobowiązania wystawione przez rządy państw o wysokim ratingu, które cieszą się dużą płynnością rynkową, pod warunkiem że zobowiązania te są wystawione w walucie bazowej portfela, a ich pozostały okres zapadalności wynosi nie więcej niż 397 dni. Płynność tygodniową definiuje się jako: wszystkie kategorie wymienione powyżej plus papiery wartościowe wyemitowane przez podmiot o odpowiednim ratingu, których termin zapadalności upływa lub które mogą być wykupione na żądanie ich posiadacza w ciągu pięciu dni roboczych oraz papiery wartościowe wyemitowane przez podmioty ponadnarodowe lub agencje rządowe o wysokim ratingu, które cieszą się dużą płynnością rynkową, o pozostałym terminie zapadalności wynoszącym nie więcej niż 95 dni.

Moody's: Ocena płynności dokonywana przez agencję Moody's obejmuje zarówno strukturę zapadalności i jakość aktywów, jak i stopień narażenia na ryzyko wysokich nieplanowanych umorzeń. Moody's ocenia, w jakim stopniu fundusz inwestuje w płynne papiery wartościowe, zwłaszcza skarbowe papiery o ratingu „Aaa” i ich terminy zapadalności, oraz inne płynne aktywa, takie jak papiery z terminem zapadalności poniżej siedmiu dni.

SEC: Amerykańskie FRP są zobowiązane utrzymywać co najmniej 10% swoich aktywów w gotówce overnight, a 30% w aktywach z terminem zapadalności do jednego tygodnia. Do aktywów o płynności dziennej zalicza się gotówkę, amerykańskie papiery skarbowe i papiery wartościowe, które można zamienić na gotówkę w ciągu jednego dnia

⁽¹⁾ Parlament Europejski (2012) zwrócił się też do Komisji o nałożenie uruchamianych automatycznie opłat płynnościowych, z czego wynika też bezpośredni obowiązek przekazywania informacji właściwym organom nadzoru i EUNGIPW.

⁽²⁾ Według FSOC (2012) w okresie ośmiu tygodni do 3 sierpnia 2011 r. instytucjonalne FRP typu prime odnotowały odpływ netto środków w wysokości 179 mld USD (16% aktywów).

roboczego. Do aktywów o płynności tygodniowej zalicza się: gotówkę, amerykańskie papiery skarbowe, agencyjne noty dyskontowe z pozostałym okresem zapadalności 60 dni lub krótszym oraz papiery wartościowe, które można zamienić na gotówkę (w wyniku upływu terminu zapadalności lub poprzez wykonanie opcji sprzedaży) w ciągu pięciu dni roboczych.

Uwaga: Są to tylko fragmenty – więcej szczegółów można znaleźć w odpowiednich regulacjach i opisach metodologii.

Przy określaniu wielkości i składu buforów płynnych aktywów należy wziąć pod uwagę następujące kwestie:

- a) istnieje **zależność** między wielkością wprowadzanych buforów a rodzajem dopuszczanych aktywów, co potwierdzają różne metodologie stosowane obecnie w Europie i przekazane przez FRP dane o posiadanych płynnych aktywach. Faktycznie im wyższy wymóg dotyczący bufora, tym trudniej będzie go spełnić z wykorzystaniem aktywów wysokiej jakości;
- b) należy zdefiniować **aktywa o płynności dziennej i tygodniowej**. Aktywa o płynności dziennej są istotne, gdyż zlecenia umorzenia mogą pojawić się bardzo szybko⁽¹⁾. Aktywa o płynności tygodniowej również wzmacniają odporność funduszu i jego zdolność obsługi wysokich umorzeń, a jednocześnie zwiększają zakres dopuszczanych aktywów;
- c) w celu zmniejszenia zależności funduszy od płynności z rynków wtórnych definicja aktywów płynnych (oprócz gotówki) powinna uwzględniać głównie **pozostały okres zapadalności**. Zatem w przypadku instrumentów zdefiniowanych jako aktywa o płynności dziennej i tygodniowej pozostały okres zapadalności powinien wynosić odpowiednio jeden dzień roboczy i pięć dni roboczych. Zaletą podejścia opartego na pozostałym okresie zapadalności jest to, że pozwala ono uniknąć przyjmowania założeń co do płynności rynkowej pewnych instrumentów, jako że płynne aktywa wskutek pojawienia się napięć na rynkach mogą stracić płynność. Definicja ta różni się od definicji amerykańskiej, która obejmuje papiery wartościowe emitowane przez skarby państwa i agencje, co wynika ze specyfiki rynku amerykańskiego oraz wielkości rynku amerykańskiego długu państwowego;
- d) przy definiowaniu buforów należy wziąć pod uwagę ryzyko związane z **ewentualnymi opcjonalnymi terminami zapadalności aktywów**. Opcje te mogą się opierać na różnych parametrach, w tym technikach z ekspozycją na ryzyko kontrahenta, takich jak możliwość sprzedaży (np. obligacje z opcją sprzedaży), możliwość anulowania (np. opcja anulowania) oraz możliwość wycofania środków (np. transakcje repo z opcją wycofania). Cechy takie mogą wywołać zjawisko epidemii i osłabić ogólną sytuację płynnościową funduszy, zwłaszcza na rynkach, na których występują napięcia;
- e) ponadto należy wziąć pod uwagę **inne skutki wzajemnych powiązań**, zwłaszcza z sektorem bankowym, które mogą mieć wpływ na dostępność aktywów mogących wejść w skład buforów płynności.

b) Wzmocnienie zarządzania ryzykiem płynności

Progi, które zostaną określone, należy traktować jako wartości minimalne. Zatem zarządzający powinni dostosowywać zasoby płynnych aktywów do swojego profilu i bazy inwestorów (rodzajów inwestorów, wzorców umorzeń, koncentracji bazy inwestorów itp.) oraz do warunków rynkowych.

W ramach ukierunkowanego na odporność i opartego na najlepszych praktykach podejścia do zarządzania płynnością zarządzający powinni prowadzić regularne testy warunków skrajnych, oparte na różnych niekorzystnych scenariuszach (dotyczących tylko danego funduszu lub całego rynku), które mogą wpłynąć na ich profil płynności; jest to zgodne z rekomendacją IOSCO nr 8. Ponadto FRP powinny mieć także plany awaryjne, by móc przetrwać okresy takich napięć.

Jak wskazano w rekomendacji IOSCO nr 6, jedna z istotnych kwestii, które należy uwzględnić, dotyczy posiadaczy jednostek funduszu. Jest ona szczególnie istotna w kontekście UE, gdzie większość bazy inwestorów stanowią inwestorzy instytucjonalni, w przypadku których prawdopodobieństwo ucieczki z funduszu jest ogólnie wyższe. Jak opisano powyżej (zob. część III.3), badanie ERRS dowodzi, że baza inwestorów funduszy jest stosunkowo niepewna. Również niepotwierdzone dane wskazują, że w Europie rośnie znaczenie platform elektronicznych, co utrudnia zarządzającym funduszami uzyskanie informacji o posiadaczach ich jednostek. Należy ocenić skutki tej tendencji. Ponadto można nałożyć na FRP wymóg uzyskiwania informacji o ich faktycznych właścicielach, tak jak przewidują proponowane rekomendacje FSOC w sprawie FRP w Stanach Zjednoczonych⁽²⁾.

⁽¹⁾ W przypadku Reserve Primary Fund inwestorzy w ciągu dwóch dni zlecieli umorzenia rzędu 40 mld USD, a z FRP typu prime w ciągu jednego tygodnia wycofano w sumie kwoty odpowiadające 15% ich aktywów.

⁽²⁾ W proponowanych rekomendacjach opublikowanych w listopadzie 2012 r. rozważa się wprowadzenie dodatkowych wymogów dotyczących pozyskiwania informacji o inwestorach.

c) Zarządzanie płynnością w okresach napięć

Nawet jeśli zarządzający funduszami stosują ostrożne podejście do zarządzania ryzykiem płynności, mogą wystąpić sytuacje, w których FRP będą musiały sprostać niesłychanie silnym napięciom na rynkach bądź wysokim umorzeniom wynikającym zarówno z czynników dotyczących tylko danego funduszu, jak i takich, które oddziałują na cały rynek. W związku z tym w rekomendacji IOSCO nr 9 stwierdza się, że „fundusze rynku pieniężnego powinny mieć do dyspozycji narzędzia pozwalające sprostać wyjątkowym warunkom na rynkach i znacznej presji związanej z umorzeniami”. Takie narzędzia mogą złagodzić tę presję, a w rezultacie zapobiec ucieczce lub innym zachowaniom stadnym inwestorów danego funduszu lub grup funduszy. IOSCO zauważa też, że „aby zapobiec zjawisku epidemii, twórcy systemów prawnych mogą także rozważyć nadanie organom regulacyjnym prawa do nałożenia wymogu stosowania takich narzędzi, gdyby wyjątkowe okoliczności, w jakich znalazł się jeden bądź kilka FRP, mogły wpłynąć na szerzej rozumiany system finansowy”.

Jeśli chodzi o ramy prawne UE, to zarówno dyrektywa UCITS, jak i dyrektywa ZAFI zawierają przepisy dotyczące czasowego zawieszenia.

- Zgodnie z art. 45 ust. 2 **dyrektywy UCITS** państwa członkowskie mogą zezwolić właściwym organom na narzucenie lub dopuszczenie czasowego zawieszenia zapisów bądź odkupu lub umarzenia jednostek uczestnictwa, pod warunkiem że zawieszenie takie byłoby uzasadnione ochroną posiadaczy jednostek uczestnictwa lub interesem publicznym. Zgodnie z art. 84 ust. 2 fundusz może czasowo zawiesić odkup lub umorzenie swoich jednostek w wyjątkowych przypadkach, w których wymagają tego okoliczności, i w wypadku gdy zawieszenie jest uzasadnione z uwagi na interesy posiadaczy jednostek.
- Zgodnie z art. 46 ust. 2 **dyrektywy ZAFI** właściwym organom przysługuje prawo do „żądania zawieszenia emisji, odkupu lub umorzenia jednostek uczestnictwa w interesie posiadaczy jednostek lub w interesie publicznym”. Nie ma jednak konkretnych przepisów na poziomie funduszu. Ponadto w art. 23 ust. 1 lit. h) wymaga się ujawniania informacji o zarządzaniu przez alternatywne fundusze inwestycyjne ryzykiem płynności, w tym o prawach umarzenia w warunkach normalnych i nadzwyczajnych.

Te zasady różnią się od regulacji obowiązujących w Stanach Zjednoczonych, gdzie po zawieszeniu fundusz musi ulec likwidacji⁽¹⁾. Czasowe zawieszenie jest prawdopodobnie najwłaściwszą reakcją w wyjątkowych warunkach, gdy fundusze zmagają się ze znaczną presją związaną z umorzeniami. Ramy UE powinny zatem zostać zmienione tak, by możliwość czasowego zawieszenia umorzeń przysługiwała wszystkim funduszom (zarówno UCITS, jak i innym niż UCITS), jak obecnie stanowi dyrektywa UCITS⁽²⁾. Zgodnie z już obowiązującym prawem UE zarówno w odniesieniu do funduszy będących UCITS, jak i innych niż UCITS, również właściwe organy mogą zażądać czasowego zawieszenia umorzeń w interesie posiadaczy jednostek uczestnictwa lub w interesie publicznym, co jest zgodne z rekomendacjami IOSCO.

Oprócz czasowego zawieszenia można rozważyć wprowadzenie dodatkowych nadzwyczajnych narzędzi zarządzania płynnością w FRP. Należy jasno zdefiniować warunki i okoliczności, w jakich narzędzia te mogą być stosowane, oraz ocenić wynikające z nich korzyści dla stabilności finansowej. W szczególności, jak przewidziano w rekomendacjach IOSCO, można dokonać dalszej analizy argumentów przemawiających za wprowadzeniem limitów (polegających na tym, że fundusze wyznaczają kwoty, jakie mogą zostać umorzone jednego dnia).

Zgodnie z rekomendacjami IOSCO powinny obowiązywać odpowiednie zasady ujawniania inwestorom informacji o procedurach stosowanych w warunkach skrajnych. Fundusze muszą zwłaszcza poinformować inwestorów, w jakich okolicznościach procedury te (zawieszenie lub inne) mogą zostać zastosowane. Nie należy jednak ujawniać szczegółów wdrożenia i warunków, aby nie stwarzać przewagi pierwszego gracza ani nie dawać inwestorom możliwości wycofania środków, zanim zrobią to inni. Publiczne ujawnianie procedur stosowanych w okresach napięć zostało omówione w pkt 3 zalecenia C, opisanego poniżej.

IV.3.2 Ocena

W kwestii wprowadzenia szczególnych wymogów w zakresie płynnych aktywów konsultacja przeprowadzona przez IOSCO wiosną 2012 r. wykazała, że respondenci generalnie popierają wprowadzenie buforów płynności dla FRP. Podkreślano zwłaszcza korzyści, jakie dla wzmocnienia odporności funduszy mają nowe postanowienia amerykańskiej zasady 2a-7. W kontekście unijnym respondenci z UE wskazywali na brak jednolitych ram zarządzania płynnością w Europie, w przeciwieństwie do USA, i ogólnie wyrazili poparcie dla inicjatywy organów regulacyjnych.

W ocenie potencjalnych skutków wprowadzenia nowych wymogów ilościowych w zakresie zarządzania płynnością należy uwzględnić aktualny skład portfeli funduszy, gdyż bufor mogą wzmocnić tendencję do preferowania finansowania o najkrótszych terminach i zmusić zarządzających funduszami do zmiany alokacji aktywów. Z badania ERRS wynika, że już teraz znaczną część portfeli FRP w UE stanowią aktywa z jednodniowym lub jednotygodniowym terminem zapadalności, co pokazuje tabela 6 w części III.2 i wykres 6. Udział tych płynnych aktywów jest wyższy w przypadku

⁽¹⁾ Według nowej zasady 22e-3 przyjętej przez SEC w 2010 r. jeśli wartość FRP spadnie poniżej wartości emisyjnej lub istnieje groźba takiego spadku, rada dyrektorów funduszu ma prawo po zawiadomieniu SEC zawiesić umorzenia i fundusz zlikwidować.

⁽²⁾ Zob. Komisja Europejska (2012), sekcja 5, poświęcona nadzwyczajnym narzędziom zarządzania płynnością.

funduszy CNAV (w czerwcu 2012 r. odpowiednio 26% i 11% ich aktywów), które utrzymują także relatywnie większą część swoich aktywów w gotówce (w czerwcu 2012 r. prawie 7%). Także w przypadku pozostałych FRP z UE innych niż CNAV stosunkowo dużą część ich aktywów stanowią obecnie aktywa o płynności dziennej i tygodniowej (odpowiednio ok. 17% i 5% w przypadku funduszy VNAV krótkoterminowych oraz 12% i 3% w przypadku pozostałych funduszy VNAV).

Zbiór danych ERRS ma jednak pewne wady: badanie nie obejmuje wszystkich FRP, a dane przedstawione są w ujęciu łącznym, podczas gdy między poszczególnymi funduszami mogą występować pewne różnice. Ponadto badanie daje obraz sytuacji w okresie utrzymywania się wysokiej awersji do ryzyka. Mimo to wyniki badania są zgodne z obserwacjami organów nadzoru i agencji ratingowych oraz informacjami o zarządzaniu płynnością pochodzącymi od zarządzających funduszami.

IV.4 Zalecenie C – Publiczne ujawnianie informacji

Zaleca się, by Komisja zapewniła we właściwych unijnych przepisach prawnych:

- 1) **wymóg ujawniania przez FRP określonych informacji – również w materiałach marketingowych – które zwrócą uwagę inwestorów na brak gwarancji kapitału i możliwość jego utraty;**
- 2) **wymóg, że w ujawnianych publicznie informacjach FRP mogą wspominać o możliwości uzyskania wsparcia od sponsora oraz jego zdolności do udzielenia wsparcia lub ochrony jedynie wtedy, gdy do tego wsparcia lub ochrony sponsor zobowiązał się w sposób wiążący, co oznacza, że wsparcie to musi być uwzględnione w sprawozdaniu finansowym sponsora i wymogach ostrożnościowych;**
- 3) **wymóg ujawniania przez FRP stosowanych metod wyceny, zwłaszcza w zakresie wyceny według zamortyzowanego kosztu, oraz udzielania inwestorom odpowiednich informacji o procedurach umarzania w okresach napięć.**

IV.4.1 Uzasadnienie ekonomiczne

FRP są ogólnie uznawane za inwestycje bezpieczne, z którymi wiąże się bardzo niskie ryzyko. Jeśli okaże się, że fundusz nie spełni tych oczekiwań, opinia ta może zwiększyć ryzyko ucieczki inwestorów. Dodatkowe publiczne ujawnianie informacji ma zapewnić, by inwestorzy byli całkowicie świadomi, że FRP mają cechy produktów inwestycyjnych, i dzięki temu zmniejszyć wspomniane ryzyko. Wymóg ujawniania informacji jest całkowicie zgodny z rekomendacjami IOSCO nr 13 i 14, jednak idzie jeszcze nieco dalej, gdyż warunkiem umieszczenia publicznej wzmianki o wsparciu ze strony sponsora lub jego gotowości do takiego wsparcia jest istnienie wiążącego zobowiązania ze strony sponsora.

Jak opisano w części II.2, zakładanie nieformalnego i uznaniowego wsparcia ze strony sponsorów przyczynia się do niestabilności systemu. Dlatego należy tak skonstruować portfel funduszu i określić zasady umorzeń, by wsparcie ze strony sponsora nie było potrzebne. W przeciwnym razie zamiar korzystania ze wsparcia musi zostać sformalizowany, w całości ujęty w sprawozdaniu finansowym podmiotu udzielającego wsparcia i zgodny z prawnymi wymogami kapitałowymi, co wyjaśniono w uwagach do zalecenia A.

W dokumentacji produktów należy wyjaśnić inwestorom istniejące procedury wyceny instrumentów, w tym podać informacje dotyczące stosowania wyceny według zamortyzowanego kosztu, założeń przyjętych dla tej metody wyceny i związanego z nimi ryzyka. Ponadto inwestorzy powinni wiedzieć, jakie procedury mogą zostać zastosowane przez fundusz w razie wystąpienia na rynkach znacznych napięć lub pojawienia się silnej presji związanej z umorzeniami, gdyż mogą one wpłynąć na możliwości inwestorów w zakresie żądania umorzenia (por. pkt 3 zalecenia B). Informacje dotyczące charakterystyki produktów powinny pomóc inwestorom w podejmowaniu świadomych decyzji i ograniczyć negatywną selekcję.

IV.4.2 Ocena

Odpowiednie informacje na temat charakterystyki FRP powinny zmniejszyć ryzyko negatywnej selekcji i ucieczki inwestorów, a przez to zmniejszyć także ryzyko systemowe; z punktu widzenia ochrony inwestorów takie informacje są niezbędne do podejmowania świadomych decyzji. W ujęciu łącznym klientami europejskich FRP są głównie inwestorzy instytucjonalni. Inwestorzy ci są prawdopodobnie już teraz świadomi ryzyka związanego z FRP. Poziom tej świadomości jest zapewne dużo niższy wśród inwestorów detalicznych, którzy w niektórych państwach członkowskich stanowią największą grupę inwestorów FRP; zatem to właśnie oni najbardziej skorzystaliby na polepszeniu ujawniania informacji. Odpowiednie informacje pomogłyby inwestorom detalicznym przede wszystkim zrozumieć, że FRP nie są wolne od ryzyka. Dzięki lepszym informacjom niektórzy inwestorzy mogliby zamiast FRP wybrać inne narzędzie zarządzania gotówką. W przypadku inwestorów detalicznych byłby to prawdopodobnie tradycyjny depozyt bankowy, a nie inwestycja w inny podmiot równoległego systemu bankowego. Ponadto wymóg, by w ujawnianych informacjach zamieszczać wzmiankę o wsparciu ze strony sponsora tylko wtedy, gdy sponsor zobowiązał się do niej w sposób wiążący, zwiększy przejrzystość wzajemnych powiązań w systemie finansowym i zmniejszy ryzyko systemowe związane z korzystaniem z nieformalnego i uznaniowego wsparcia ze strony sponsorów.

Pewne informacje, których ujawnienia wymaga niniejsze zalecenie, są już uwzględnione w prawie UE (np. w dyrektywie UCITS i wytycznych CESR/EUNGiPW z 2010 r.), jednak część tych informacji i dokumentacji może wymagać zmian, co będzie oznaczać dodatkowe koszty dostosowawcze dla FRP. Nie przewiduje się istotnych kosztów z tego tytułu dla krajowych organów nadzoru.

IV.5 Zalecenie D – Sprawozdawczość i przekazywanie informacji

1. Zaleca się, by Komisja zapewniła we właściwych unijnych przepisach prawnych:

- a) wymóg zgłaszania właściwym krajowym organom nadzoru przez FRP lub jego zarządzającego oraz przez sponsora każdego przypadku wsparcia ze strony sponsora, które może wpłynąć na cenę funduszu, wraz z opisem charakteru i wielkości tego wsparcia;
 - b) rozszerzenie regularnej sprawozdawczości FRP;
 - c) zapewnienie, by właściwe krajowe organy nadzoru przekazywały informacje, o których mowa w lit. a) i b), innym krajowym organom nadzoru w danym państwie członkowskim lub z innych państw członkowskich oraz Europejskim Urzędowi Nadzoru, ESBC i ERRS.
2. Zaleca się, by Komisja działała na rzecz opracowania jednolitych sprawozdań i jednolitego zbioru danych, o których mowa w pkt 1 lit. b), oraz organizacji przekazywania informacji, o którym mowa w pkt 1 lit. c).

IV.5.1 Uzasadnienie ekonomiczne

Wprawdzie FRP typu VNAV nie mają obowiązku utrzymywania wartości emisyjnej, a zatem presja, by korzystać ze wsparcia sponsorów, nie jest w ich przypadku taka sama jak dla funduszy typu CNAV, ale prawdopodobnie również one odczuły ograniczenia płynności i musiały radzić sobie z brakiem płynności na rynku podczas kryzysu; w rezultacie one także mogły korzystać ze wsparcia od swoich zarządzających lub podmiotów dominujących. Obecnie w Europie nie ma jednak konkretnych informacji dotyczących takiego wsparcia – ani w przypadku funduszy typu CNAV, ani FRP typu VNAV – zwłaszcza że może mieć ono różne formy i w związku z tym nie musi być jasno wykazane w bilansie lub w rachunku zysków i strat podmiotu dostarczającego wsparcia. W badaniu ERRS pojawiło się pytanie o wsparcie ze strony sponsora, ale fundusze udzieliły jedynie ogólnikowych odpowiedzi, takich jak „działalność handlowa” lub „brak środków”. Ogólnie wymóg stosowania VNAV oraz wymóg niepolegania na nieformalnym wsparciu nie wykluczają korzystania z takiej pomocy w skrajnych warunkach rynkowych w przyszłości.

Aby umożliwić organom monitorowanie ryzyka związanego z takim wsparciem, FRP lub ich zarządzający powinni w przyszłości zgłaszać właściwym władzom krajowym wszystkie przypadki bezpośredniego lub pośredniego wsparcia ze strony sponsora, bez względu na rodzaj tej pomocy (również w przypadku skupowania przecenionych papierów z portfela funduszu). Ponieważ takie wsparcie może zwiększyć wzajemne powiązania w systemie finansowym, a przez to przyczynić się do wzrostu ryzyka systemowego, informacje te należy przekazać również innym właściwym organom (krajowym, zagranicznym lub europejskim).

W świetle doświadczeń zdobytych na podstawie istniejących statystyk FRP i doraźnego badania nie ulega wątpliwości, że regularnie zbierane dane na temat branży FRP w Europie można jeszcze ulepszyć. FRP są bardzo ważne dla sprawnego funkcjonowania rynków pieniężnych w Europie. Zatem zarówno krajowe, jak i europejskie organy regulacyjne powinny mieć dostęp do szczegółowych danych o tych funduszach, aby móc rozpoznawać tendencje już na wczesnym etapie ich powstawania. Tam, gdzie informacje o FRP już teraz są zbierane przez krajowe banki centralne, należy zwrócić uwagę na przekazywanie tych informacji krajowym organom nadzoru do celów makroostrożnościowych.

Regularne sprawozdania powinny co najmniej zawierać na tyle szczegółowy podział aktywów i zobowiązań FRP, aby organy mogły monitorować sytuację płynnościową funduszu oraz charakter i jakość jego aktywów bazowych. Ponadto, jeśli nadal stosuje się wycenę według zamortyzowanego kosztu, organy regulacyjne powinny mieć dostęp do regularnych informacji o tym, w jakim zakresie ta forma wyceny jest stosowana i w jakich wypadkach. Natomiast w razie dalszego stosowania modelu CNAV regularne sprawozdania będą musiały zawierać szczegółowe informacje dotyczące funduszy stosujących CNAV, w tym informacje o ich cenach równoległych.

Bardziej szczegółowe informacje pozwoliłyby organom lepiej zrozumieć rozwój sytuacji w branży FRP i rozpoznać źródła ryzyka. Z perspektywy makroostrożnościowej bardziej szczegółowe informacje musiałyby być dostępne zarówno na poziomie całego sektora FRP, jak i na poziomie poszczególnych FRP.

IV.5.2 Ocena

Ścisłe monitorowanie struktury aktywów i inwestorów FRP, ich sytuacji płynnościowej, sposobów wyceny i wszelkich przypadków korzystania ze wsparcia sponsorów jest potrzebne, by móc rozpoznać kumulację ryzyka oraz powiązania FRP z innymi częściami systemu finansowego. Dlatego też jest ono warunkiem koniecznym podjęcia jakichkolwiek środków prewencyjnych w celu przeciwdziałania potencjalnemu ryzyku systemowemu. Dzięki wymogowi regularnego składania sprawozdań w sprawie cen równoległych wzrosła świadomość wśród zarządzających FRP, że sprawę tę monitorują krajowe organy nadzoru; oczekuje się, że będzie to miało efekt dyscyplinujący w odniesieniu do możliwych rozbieżności cen równoległych od NAV oraz do korzystania ze wsparcia sponsora.

Wadą rozszerzenia sprawozdawczości są koszty związane z procesami, które muszą zostać wprowadzone w firmach zarządzających funduszami i w organach ostrożnościowych. Wszelkie prace w tym zakresie powinny zatem uwzględniać istniejące wymogi sprawozdawcze nałożone na FRP i w odpowiedni sposób przestrzegać zasady proporcjonalności, co

zmniejszy koszty związane z ulepszoną sprawozdawczością. W szczególności zbiór danych EBC o bilansie MIF (do których należą FRP) zawiera już szczegółowe informacje dotyczące aktywów i zobowiązań FRP (zob. rozporządzenie EBC/2008/32). Ponieważ jednak sprawozdania te zostały opracowane do celów polityki pieniężnej, mogą one nie zaspokajać wszystkich potrzeb w zakresie danych związanych ze stabilnością finansową.

IV.6 Informowanie o realizacji zaleceń

IV.6.1 Terminy

Komisja poinformuje ERRS i Radę Unii Europejskiej o działaniach podjętych w celu realizacji zaleceń, a w razie niepodjęcia działań przedstawi odpowiednie uzasadnienie, w następujących terminach:

- **do dnia 30 czerwca 2013 r.** Komisja przekaże ERRS sprawozdanie okresowe zawierające wstępną ocenę implementacji zaleceń,
- **do dnia 30 czerwca 2014 r.** Komisja przekaże ERRS i Radzie sprawozdanie końcowe z implementacji zaleceń.

IV.6.2 Kryteria zgodności

W odniesieniu do **zaleceń A–D** określono następujące ogólne kryteria zgodności:

- Zalecenia mają również umożliwić właściwe i konsekwentne wdrożenie w Europie odpowiednich rekomendacji IOSCO dotyczących FRP.
- Komisja może zwracać się do EUN – zwłaszcza do EUNGIPW – o radę w sprawach dotyczących wdrożenia zaleceń ERRS oraz, w celu zapewnienia ich zharmonizowanego stosowania, może zlecić EUN opracowanie potrzebnych standardów technicznych, wytycznych i zaleceń (w tym formularzy sprawozdawczych i formularzy do ujawniania danych, przy należyтым uwzględnieniu istniejących już wymogów w zakresie sprawozdawczości i ujawniania informacji).
- Zalecenia ERRS są skierowane do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania mających siedzibę w UE, które są oferowane/sprzedawane inwestorom jako przedsiębiorstwa dążące do utrzymania kapitału oraz zapewnienia dziennej płynności i docelowego zwrotu zgodnie ze stopami rynku pieniężnego. Zalecenia dotyczą zwłaszcza funduszy przedstawianych lub sprzedawanych jako mające cechy FRP (tj. dążenie do utrzymania wartości kapitału, dzienne umorzenia i stopy rynku pieniężnego) i funduszy sprzedawanych w sposób sprawiający takie wrażenie (np. jako fundusze gotówkowe, płynne lub płynnościowe, bądź fundusze o krótkim okresie zapadalności).

W odniesieniu do **zalecenia A** określono następujące kryteria zgodności:

- FRP powinny być zobowiązane do stosowania wyłącznie modelu zmiennej wartości aktywów netto. Powinno się zwłaszcza zabronić zaokrąglania cen jednostek uczestnictwa do jedności. Obowiązkowe przejście na model zmiennej wartości aktywów netto będzie wymagać wprowadzenia rozwiązań przejściowych. Zaleca się zatem wyznaczenie funduszom na przeprowadzenie potrzebnych dostosowań dostatecznie długiego okresu przejściowego, w czasie którego mogłyby nadal utrzymać stałą wartość aktywów netto. Okres przejściowy dla istniejących funduszy o stałej wartości aktywów netto może wynosić co najmniej dwa lata od ostatecznego ogłoszenia zasad w tej sprawie. Ponadto przejście na model zmiennej wartości aktywów netto powinno być ogłoszone w sposób przemyślany, znacznie przed wdrożeniem tego wymogu, poprzez ujawnienie przez FRP informacji o skutkach tej zmiany.
- Z zalecenia A nie wynika całkowity zakaz wyceny według zamortyzowanego kosztu. Jednak metoda ta powinna być dopuszczona jedynie wtedy, gdy można uznać, że pozwoli ona na uzyskanie odpowiedniego przybliżenia ceny danego instrumentu.
- W razie dalszego stosowania wyceny według zamortyzowanego kosztu należy wprowadzić ograniczenia co do pozostałego okresu zapadalności instrumentów wycenianych tą metodą, aby zmniejszyć ryzyko rozbieżności między ceną instrumentu a jego zamortyzowanym kosztem; przy wyznaczaniu tych ograniczeń należy starannie rozważyć profil zapadalności aktywów w posiadaniu FRP z siedzibą w UE.

W odniesieniu do **zalecenia B** określono następujące kryteria zgodności:

- Przy określaniu wielkości i struktury minimalnych buforów płynnych aktywów należy wziąć pod uwagę następujące kwestie:
 - a) zależność między wielkością wprowadzanych buforów a rodzajem aktywów uznanych za dopuszczalne;
 - b) należy zdefiniować minimalne kwoty aktywów o płynności dziennej i tygodniowej;
 - c) w celu zmniejszenia zależności FRP od płynności z rynków wtórnych definicja aktywów płynnych (oprócz gotówki) powinna uwzględniać głównie pozostałe okresy zapadalności; zatem w przypadku instrumentów zdefiniowanych jako aktywa o płynności dziennej i tygodniowej pozostały okres zapadalności powinien wynosić odpowiednio jeden dzień roboczy i pięć dni roboczych;

- d) przy definiowaniu buforów należy wziąć pod uwagę ryzyko związane z ewentualnymi opcjonalnymi terminami zapadalności aktywów; opcje te mogą się opierać na różnych parametrach, w tym technikach z ekspozycją na ryzyko kontrahenta, takich jak możliwość sprzedaży (np. obligacje z opcją sprzedaży), możliwość anulowania (np. opcja anulowania) oraz możliwość wycofania środków (np. transakcje repo z opcją wycofania);
 - e) inne skutki wzajemnych powiązań, zwłaszcza z sektorem bankowym, które mogą mieć wpływ na dostępność aktywów mogących wejść w skład buforów płynności.
- Od FRP należy wymagać, by dostosowywały wielkość utrzymywanych przez siebie minimalnych buforów płynnych aktywów do swojego profilu ryzyka i bazy inwestorów.
 - FRP powinny przeprowadzać regularne testy warunków skrajnych, oparte na różnych niekorzystnych scenariuszach – dotyczących tylko danego funduszu lub całego rynku – które mają wpływ na ich profil płynności.
 - FRP powinny mieć plany awaryjne, by móc przetrwać okresy występowania warunków skrajnych.
 - FRP muszą dysponować odpowiednimi narzędziami na wypadek zlecenia przez inwestorów wyjątkowo wysokich umorzeń.

W odniesieniu do **zalecenia C** określono następujące kryteria zgodności:

- Informacje o produktach FRP powinny zwracać uwagę inwestorów na brak lub ograniczenie gwarancji kapitału i możliwość jego utraty.
- W informacjach tych należy dokładniej wyjaśnić inwestorom istniejące procedury wyceny instrumentów, w tym podać informacje dotyczące stosowania wyceny według zamortyzowanego kosztu, założeń przyjętych dla tej metody wyceny i związanego z nią ryzyka.
- W informacjach podawanych przez FRP można mówić o ewentualnym wparciu ze strony sponsora oraz jego zdolności do udzielenia wsparcia lub ochrony jedynie wtedy, gdy do jego udzielenia sponsor zobowiązał się w sposób wiążący, co oznacza, że wsparcie to musi być uwzględnione w sprawozdaniu finansowym sponsora i wymogach ostrożnościowych.
- Należy poinformować inwestorów, jakie procedury mogą zostać zastosowane przez fundusz w razie wystąpienia na rynkach znacznych napięć lub pojawienia się silnej presji związanej z umorzeniami, gdyż mogą one wpłynąć na możliwość dokonywania umorzeń.

W odniesieniu do **zalecenia D** określono następujące kryteria zgodności:

- Każdy przypadek wsparcia FRP ze strony sponsora, które może wpłynąć na cenę funduszu, powinien być zgłaszany właściwym krajowym organom przez FRP (lub zarządzających funduszem) oraz przez sponsora, wraz z opisem charakteru i wielkości tego wsparcia.
- Regularne sprawozdania FRP składane organom nadzoru i bankom centralnym powinny zawierać, jako minimum, na tyle szczegółowy podział aktywów i zobowiązań FRP, aby organy te mogły monitorować sytuację płynnościową funduszu oraz charakter i jakość jego aktywów bazowych.
- W razie dalszego stosowania przez FRP modelu stałej wartości aktywów netto regularne sprawozdania będą musiały zawierać osobne szczegółowe informacje dotyczące funduszy stosujących ten model, w tym informacje o ich cenach równoległych.
- Ponadto, jeśli FRP nadal stosują wycenę według zamortyzowanego kosztu, organy regulacyjne powinny mieć dostęp do regularnych informacji o tym, w jakim zakresie i w jakich wypadkach ta metoda wyceny jest stosowana.
- Należy prowadzić działania na rzecz opracowania jednolitych sprawozdań i jednolitego zbioru danych dotyczących FRP, które mogłyby także służyć do celów makroostrożnościowych, obejmujących wcześniej wymienione kwestie; działania te powinny uwzględniać istniejące wymogi sprawozdawcze nałożone na FRP, takie jak sprawozdawczość bilansowa MIF (EBC/2008/32).
- Należy zapewnić, by nie było przeszkód uniemożliwiających wymianę wspomnianych wcześniej informacji pomiędzy organami ostrożnościowymi i bankami centralnymi, na szczeblu krajowym, transgranicznym i europejskim.

IV.6.3 Sprawozdania z realizacji

Sprawozdanie okresowe, które ma zostać przekazane do dnia 30 czerwca 2013 r., powinno jako minimum zawierać:

- a) informacje o inicjatywach legislacyjnych podjętych lub zaplanowanych przez Komisję w celu realizacji zaleceń;
- b) informacje o działaniach podjętych przez Komisję wobec EUN w celu realizacji zaleceń;
- c) orientacyjne terminy wejścia w życie środków zaproponowanych lub zaplanowanych przez Komisję w celu realizacji zaleceń;

d) ocenę skumulowanego wpływu środków zaproponowanych lub zaplanowanych przez Komisję w celu realizacji zaleceń;

e) szczegółowe uzasadnienie w razie niepodjęcia działań lub odejścia od zaleceń.

Sprawozdanie końcowe, które ma zostać przekazane do dnia 30 czerwca 2014 r., powinno jako minimum zawierać:

a) informacje dotyczące stanu procesu legislacyjnego w następstwie inicjatyw legislacyjnych rozpoczętych przez Komisję w celu realizacji zaleceń;

b) informacje dotyczące stanu wdrażania środków podjętych przez Komisję wobec EUN w celu realizacji zaleceń;

c) orientacyjne terminy wejścia w życie środków zaproponowanych przez Komisję w celu realizacji zaleceń;

d) ocenę skumulowanego wpływu środków zaproponowanych przez Komisję w celu realizacji zaleceń;

e) szczegółowe uzasadnienie w razie niepodjęcia działań lub odejścia od zaleceń.

BIBLIOGRAFIA

- Ansideo, J., Bengtsson, E., Frison, D., Ward, G. (2012), *Money market funds in Europe and financial stability*, ESRB Occasional Paper, nr 1, czerwiec.
- Baba, N., McCauley, R.N., Ramaswamy, S. (2009), *US dollar money market funds and non-US banks*, BIS Quarterly Review, marzec, s. 65–81.
- Basel Committee on Banking Supervision (2010), *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, grudzień (red. czerwiec 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 sierpnia.
- Committee of European Securities Regulators (2010), *CESR's guidelines on a common definition of European money market funds*, 19 maja.
- Committee of European Securities Regulators (2007), *CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS*, marzec.
- Duygan-Bump, B., Parkinson, P., Rosengren, E., Suarez, G. A., 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, publikacja wkrótce.
- Europejski Bank Centralny (2008), *Rozporządzenie EBC (WE) nr 25/2009 z dnia 19 grudnia 2008 r. w sprawie bilansu skonsolidowanego sektora monetarnych instytucji finansowych (wersja przekształcona) (EBC/2008/32)*, Dz.U. L 15 z 20.1.2009, s. 14.
- Komisja Europejska (2012), *Zielona księga. Równoległy system bankowy*, 19 marca.
- European Commission (2012), *Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) – product rules, liquidity management, depository, money market funds, long-term investments*, Consultation document, 26 lipca.
- Parlament Europejski (2012), *Sprawozdanie w sprawie równoległego systemu bankowego*, Komisja Gospodarcza i Monetarna, 25 października.
- European Securities and Market Authority (2012), *Questions and answers – a common definition of European money market funds*, 20 lutego.
- European Securities and Market Authority (2012), *Guidelines on ETFs and other UCIT issues – consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements*, 25 lipca.
- Financial Stability Board (2012), *Strengthening oversight and regulation of shadow banking – an integrated overview of policy recommendations*, Consultative document, 18 listopada.
- Financial Stability Board (2011), *Shadow banking: scoping the issues*, 12 kwietnia.
- Financial Stability Oversight Council (2012), *Proposed recommendations regarding money market mutual fund reform*, listopad.
- FitchRatings (2012), *European money market funds: trends in MMF portfolios*, listopad.
- Gordon, J.N., 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 września.
- Gorton, G., Metrick, A. (2010), *Regulating the shadow banking system*, Brookings Papers on Economic Activity, jesień.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *Code of practice*.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *A comparison of money market fund ratings*, 19 czerwca.
- International Organization of Securities Commissions (2012), *Money market fund systemic risk analysis and reform options*, Consultation Report, 27 kwietnia.
- International Organization of Securities Commissions (2012), *Policy recommendations for money market funds*, 9 października.
- Kacperczyk, M., Schnabl, P. (2012), *How safe are money market funds?*, wersja robocza, kwiecień 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, wrzesień.

McCabe, P.E., Cipriani, M., Holscher, M., 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, lipiec.

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

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

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 kwietnia.

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

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

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

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

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