

I

(Resoluties, aanbevelingen en adviezen)

AANBEVELINGEN

EUROPEES COMITÉ VOOR SYSTEEMRISICO'S

AANBEVELING VAN HET EUROPEES COMITÉ VOOR SYSTEEMRISICO'S

van 20 december 2012

inzake geldmarktfondsen

(ECSR/2012/1)

(2013/C 146/01)

DE ALGEMENE RAAD VAN HET EUROPEES COMITÉ VOOR SYSTEEMRISICO'S,

Gezien Verordening (EU) nr. 1092/2010 van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 betreffende macro-prudentieel toezicht van de Europese Unie op het financiële stelsel en tot oprichting van een Europees Comité voor systeemrisico's ⁽¹⁾, inzonderheid artikel 3, lid 2, onder b), d) en f), en artikel 16 tot en met 18,

Gezien Besluit ECSR/2011/1 van het Europees Comité voor systeemrisico's van 20 januari 2011 houdende goedkeuring van het reglement van orde van het Europees Comité voor systeemrisico's ⁽²⁾, inzonderheid artikel 15, lid 3, onder e), en artikel 18 tot en met 20,

Overwegende hetgeen volgt:

- (1) Daar geldmarktfondsen onderworpen zijn aan de regelgeving inzake effectenmarkten vormen zij een belangrijke component van het schaduwbanksysteem, in het bijzonder omdat zij looptijd- en liquiditeitstransformatie uitvoeren, en daarom systeemrisico kunnen inhouden.
- (2) Beleggers kunnen geldmarktfondsen, in het bijzonder CNAV-fondsen (constant net asset value funds), die trachten een constante nominale waarde te handhaven, als een veilig alternatief voor bankdeposito's zien. Geldmarktfondsen hebben evenwel geen directe toegang tot een publiek vangnet zoals centralebankfinanciering en depositoverzekering. Daarom kunnen geldmarktfondsen met bankdeposito's, die een dergelijk vangnet genieten, verward worden.

- (3) Hoewel sponsors soms noodlijdende fondsen achteraf actief hebben gesteund, genieten geldmarktfondsen doorgaans geen expliciete harde ondersteuning door hun sponsorondernemingen, vaak banken.
- (4) Uit economisch onderzoek is gebleken dat het gedrag en de aard van geldmarktfondsen hen blootstellen aan beleggersruns, die snel kunnen overslaan naar andere fondsen, met negatieve gevolgen voor de liquiditeit en de beschikbaarheid van kortlopende kredieten, in het bijzonder voor banken. Het beleggersrunrisico kan groter zijn voor CNAV-fondsen wanneer zij mogelijkwijze niet kunnen voldoen aan de beleggersverwachtingen van terugbetaling tegen de nominale waarde.
- (5) Hoewel geldmarktfondsen de financiële crisis van 2007 tot 2008 niet hebben veroorzaakt, hebben hun resultaten gedurende de financiële crisis onderstreept hoe zij een crisis kunnen verspreiden of zelfs versterken. De ervaringen van de crisis van 2007 tot 2008 tonen aan dat beleggersruns geldmarktfondsen kunnen bedreigen en zij eventueel bijstand van sponsorondernemingen behoeven, in het bijzonder om hun CNAV te handhaven.
- (6) Potentiële systeemrisico's voortvloeiende uit geldmarktfondsen houden daarom verband met het „first-mover”-voordeel van beleggers dat van bijzonder belang is voor CNAV-fondsen, de impliciete en discretionaire aard van de ondersteuning door sponsorondernemingen, en de grote onderlinge vervlechting van geldmarktfondsen met de rest van het financiële stelsel, in het bijzonder banken en geldmarkten.
- (7) Na de analyse van de oorzaken van de recente financiële crisis hebben verschillende nationale regelgevers en internationale organisaties gewezen op de noodzaak om de

⁽¹⁾ PB L 331 van 15.12.2010, blz. 1.

⁽²⁾ PB C 58 van 24.2.2011, blz. 4.

geldmarktfondsensector structureel te hervormen. Op 27 oktober 2011 heeft de Raad voor financiële stabiliteit (FSB) een reeks initiële aanbevelingen gepubliceerd om het oversight op en de regulering van het schaduwbankstelsel te verbeteren. In het bijzonder identificeerde de FSB een verplichte omschakeling naar variabele NA-waardering (variable net asset valuation), kapitaal- en liquiditeitsvereisten voor CNAV-fondsen, en andere mogelijke regelgevende benaderingen als cruciale punten die moeten worden aangepakt.

- (8) Op verzoek van de FSB heeft de International Organization of Securities Commissions (IOSCO) op 9 oktober 2012 beleidsaanbevelingen uitgebracht om geldmarktfondsen minder kwetsbaar te maken voor mogelijke beleggersruns. Een groot deel van deze IOSCO-aanbevelingen zijn reeds op het niveau van de Europese Unie aangepakt, afgezien van een aantal hiaten.
- (9) US-regelgevende instanties hebben het geldmarktfondsenkader herzien. In het bijzonder heeft de Securities and Exchange Commission (SEC) Rule 2a-7 herzien. Bovendien heeft de Financial Stability Oversight Council op 13 november 2012 met het oog op een openbare raadpleging de Proposed Recommendations Regarding Money Market Mutual Fund Reform uitgegeven.
- (10) In mei 2010 heeft het Comité van Europese effectenregelgevers richtsnoeren gepubliceerd inzake een gemeenschappelijke definitie van Europese „geldmarktfondsen” om nieuwe gemeenschappelijke normen vast te stellen teneinde de tijdens de financiële crisis geconstateerde tekortkomingen te corrigeren. In het bijzonder leggen deze richtsnoeren strenge standaarden inzake de kwaliteit en de looptijd van portefeuilles, het risicobeheer en de informatieverstrekking. Deze niet-bindende richtsnoeren zijn gericht tot zowel icbe- als niet-icbe-geldmarktfondsen en zijn door de lidstaten op nationaal niveau geïmplementeerd.
- (11) De Europese Commissie heeft bekendgemaakt dat zij voornemens is nieuwe in de hele Unie geldende wetgevingsmaatregelen inzake icbe's te ontwikkelen, waarbij in het bijzonder de noodzaak van meer gedetailleerde en geharmoniseerde regelgeving inzake geldmarktfondsen wordt onderzocht⁽¹⁾.
- (12) In overeenstemming met Verordening (EU) nr. 1092/2010 mag het Europese Comité voor systeemrisico's (ECSR) aan de Commissie eveneens aanbevelingen doen met betrekking tot de desbetreffende Uniewetgeving. Deze aanbevelingen beogen de Europese Commissie, alsook aan de EAEM in haar adviserende en regelgevende rol, dienaangaande richtsnoeren te verstrekken.
- (13) Beleggersruns kunnen zich met alle soorten fondsen met looptijd- of liquiditeitsmismatches voordoen, maar CNAV-fondsen hebben bijzondere kenmerken die erop duiden dat een belegger in perioden van marktstress

zou kunnen proberen het „first-mover”-voordeel te realiseren. Een omschakeling naar VNAV-fondsen kan de prikkel voor de aandeelhouder om zijn geld op te nemen wanneer een fonds een bescheiden verlies heeft geleden, verminderen en zou de prijstransparantie kunnen vergroten. Dit zou eveneens mede het systeemrisico in verband met de onderlinge verplechting van geldmarktfondsen met sponsorondernemingen kunnen adresseren en de noodzaak van en het belang van sponsorondersteuning verminderen.

- (14) Een algemene toepassing van verslaggeving op basis van reële waarde (fair value accounting) en, uitsluitend in beperkte omstandigheden, de toepassing van waardering tegen de geamortiseerde kostprijs, zal zorgen voor prijstransparantie voor beleggers, het inzicht van beleggers in de inherente risico's van deze fondsen verbeteren, en het verschil tussen geldmarktfondsen en bankdeposito's duidelijker maken.
- (15) Liquide activa helpen geldmarktfondsen om zich terugtrekkende aandeelhouders te betalen en paniekverkopen van activa die op verlies staan te voorkomen, en daarmee ook om besmettingseffecten op andere fondsen die vergelijkbare effecten aanhouden tegen te gaan. Dienovereenkomstig zullen uitdrukkelijke minimumbedragen voor dagelijkse en wekelijkse liquide activa waarborgen dat geldmarktfondsen potentiële omvangrijke aflossingsverzoeken van beleggers kunnen honoreren en perioden van marktvolatiliteit kunnen doorstaan. Effectieve instrumenten om liquiditeitsbeperkingen op te vangen, zoals tijdelijke opschortingen van aflossingen, zullen de geldmarktfondsen helpen bij de omgang met stressperioden.
- (16) Bijkomende informatieverstrekking door geldmarktfondsen inzake belangrijke kenmerken, zoals een ontbrekende kapitaalgarantie, ondersteuning door sponsorondernemingen en waarderingspraktijken zullen ervoor zorgen dat de beleggers zich duidelijk bewust zijn van de bestaande risico's.
- (17) Door een meer gedetailleerde rapportage door geldmarktfondsen zouden de toezichthouders de ontwikkelingen in de geldmarktsector beter kunnen begrijpen en risicobronnen kunnen vaststellen. Derhalve behoeft de regelmatige rapportage door geldmarktfondsen verbetering, in het bijzonder wat betreft de samenstelling van de activa en passiva, de toepassing van waardering tegen de geamortiseerde kostprijs en ondersteuning door sponsors. Relevante informatie dient door de bevoegde toezichthouder te worden gedeeld met andere relevante nationale en Europese autoriteiten.
- (18) In overeenstemming met overweging 29 van Verordening (EU) nr. 1092/2010 is bij de voorbereiding van deze aanbeveling rekening gehouden met de opmerkingen van de belanghebbenden uit de particuliere sector.
- (19) Deze aanbeveling laat de monetairbeleidsmandaten van de centrale banken in de Unie onverlet.

⁽¹⁾ Consultation on Product Rules, Liquidity Management, Depository, Money Market Funds, Long-term Investments, 26 juli 2012

- (20) ECSR-aanbevelingen worden gepubliceerd nadat de Raad van de Europese Unie in kennis is gesteld van het voornemen daartoe van de Algemene Raad en na de Raad de gelegenheid te hebben gegeven te reageren,

HEEFT DE VOLGENDE AANBEVELING GEDAAN:

AFDELING 1

AANBEVELINGEN

Aanbeveling A — Verplichte omschakeling naar VNAV (variable net asset value)

De Europese Commissie wordt aanbevolen ervoor te zorgen dat de toepasselijke wetgeving van de Unie:

1. geldmarktfondsen verplicht om een fluctuerende NAV aan te houden;
2. geldmarktfondsen verplicht om algemeen gebruik te maken van waardering tegen de reële waarde, en het gebruik van waardering tegen geamortiseerde kostprijs begrenst tot een beperkt aantal vooraf omschreven omstandigheden.

Aanbeveling B — Liquiditeitseisen

De Europese Commissie wordt aanbevolen ervoor te zorgen dat de toepasselijke wetgeving van de Unie:

1. de bestaande liquiditeitseisen voor geldmarktfondsen aanvult door uitdrukkelijk minimumbedragen vast te stellen voor de dagelijkse en wekelijkse liquide activa die geldmarktfondsen moeten aanhouden;
2. de verantwoordelijkheid van de fondsbeheerders met betrekking tot de bewaking van het liquiditeitsrisico versterkt;
3. waarborgt dat de nationale toezichthouders en fondsbeheerders over effectieve instrumenten beschikken, zoals de tijdelijke opschorting van aflossingen, om in tijden van stress als gevolg van fondsspecifieke en marktbrede ontwikkelingen liquiditeitsbeperkingen op te vangen.

Aanbeveling C — Informatieverstrekking

De Commissie wordt aanbevolen om ervoor te zorgen dat de toepasselijke wetgeving van de Unie:

1. geldmarktfondsen verplicht om, ook in hun marketingmateriaal, specifieke informatie te verstrekken waarin de aandacht van beleggers wordt gevestigd op een ontbrekende kapitaalgarantie en het mogelijke hele of gedeeltelijke verlies van de hoofdsom;
2. geldmarktfondsen verplicht om in de te verstrekken informatie alleen te verwijzen naar mogelijke sponsorondersteuning, ondersteuningscapaciteit of bescherming, indien deze ondersteuning of bescherming bestaat uit een harde sponsortoezegging, in welk geval deze moet worden verantwoord in de rekeningen van die sponsor en moet worden weerspiegeld in de prudentiële vereisten;

3. geldmarktfondsen verplicht om hun waarderingspraktijken bekend te maken, in het bijzonder met betrekking tot het gebruik van waardering tegen geamortiseerde kostprijs, en om beleggers passende informatie te verstrekken over de van toepassing zijnde terugbetalingsprocedures in tijden van stress.

Aanbeveling D — Rapportage en informatie-uitwisseling

1. De Europese Commissie wordt aanbevolen om ervoor te zorgen dat de toepasselijke wetgeving van de Unie:
 - a) verplicht stelt dat alle gevallen van sponsorondersteuning, die de koers van het geldmarktfonds kunnen betreffen, door het geldmarktfonds, of de beheerder ervan, en de sponsor worden gemeld aan de bevoegde nationale toezichthouder, met een volledige beschrijving van de aard en omvang van de ondersteuning;
 - b) de regelmatige rapportage door geldmarktfondsen versterkt;
 - c) ervoor zorgt dat bevoegde nationale toezichthouders, indien relevant, de onder a) en b) bedoelde informatie delen met andere nationale toezichthouders binnen dezelfde lidstaat of in andere lidstaten, de Europese toezichthouders, de leden van het Europees Stelsel van centrale banken en het ECSR;
2. De Commissie wordt aanbevolen om de ontwikkeling van geharmoniseerde rapportage en een geharmoniseerde reeks gegevens als bedoeld in punt 1, onder b), en de organisatie van de informatie-uitwisseling als bedoeld in punt 1, onder c), te bevorderen.

AFDELING 2

IMPLEMENTATIE

1. Interpretatie

1. In deze aanbeveling gelden de volgende definities:

- a) „kredietinstelling”: een kredietinstelling zoals beschreven in artikel 4, lid 1, van Richtlijn 2006/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen ⁽¹⁾;
- b) „nationale toezichthouder”: een bevoegde autoriteit of toezichthouderautoriteit zoals vastgelegd in artikel 1, lid 3, onder f), van Verordening (EU) nr. 1092/2010;
- c) „geldmarktfonds”: collectieve beleggingsinstellingen van de Unie die gereguleerd zijn en onder toezicht staan, met als hoofddoelstelling het handhaven van de hoofdsom van een fonds en het verschaffen van een rendement overeenkomstig de rentevoeten van geldmarkten, door te beleggen in geldmarktinstrumenten of deposito's bij kredietinstellingen;

⁽¹⁾ PB L 177 van 30.06.2006, blz. 1.

- d) „VNAV-fonds” (variable net asset value fund): een geldmarktfonds dat niet probeert een constante nominale waarde te handhaven en daarom een fluctuerende NAV heeft. De activa ervan worden doorgaans gewaardeerd op basis van de reële waarde;
 - e) „CNV-fonds”: een geldmarktfonds dat probeert een constante nominale waarde te handhaven. De activa ervan worden doorgaans gewaardeerd op basis van de geamortiseerde kostprijs;
 - f) „waardering tegen de geamortiseerde kostprijs”: methode van financiële administratie die de aanschaffingswaarde van het effect in aanmerking neemt en deze waarde aanpast voor afschrijvingen van agio's en disagio's tot de vervaldatum.
2. De bijlage vormt een integrerend deel van deze aanbeveling. In geval van een conflicterend corpus en bijlage prevaleert het corpus.

2. Implementatiecriteria

1. De volgende criteria zijn van toepassing op de implementatie van deze aanbeveling:
- a) deze aanbeveling omvat alle geldmarktfondsen zoals omschreven;
 - b) regelgevingsarbitrage dient te worden vermeden;
 - c) de implementatie zal het proportionaliteitsbeginsel genoegzaam in acht nemen, rekening houdend met de doelstelling en de inhoud van elke aanbeveling;
 - d) specifieke criteria voor de implementatie van deze aanbeveling worden uiteengezet in de bijlage.
2. De Commissie wordt verzocht aan het ECSR en de Raad mede te delen wat als gevolg van deze aanbeveling is ondernomen, of het niet ondernemen van actie genoegzaam te rechtvaardigen. Het verslag dient minimaal het volgende te bevatten:
- a) informatie over de inhoud en het tijdschema van de ondernomen acties, inclusief ondernomen acties jegens de Europese toezichthouders;
 - b) een beoordeling van de ondernomen acties vanuit het perspectief van de doelstellingen van deze aanbeveling;

- c) een gedetailleerde rechtvaardiging van nagelaten actie of het afwijken van deze aanbeveling, met inbegrip van eventuele vertragingen.

3. Tijdschema voor het opvolgen van de aanbevelingen

1. De Commissie wordt verzocht om het ECSR en de Raad in kennis te stellen van alle acties die worden ondernomen in reactie op deze aanbevelingen, of om het niet ondernemen van actie genoegzaam te rechtvaardigen, in overeenstemming met het hieronder uiteengezette tijdschema.
- a) uiterlijk op 30 juni 2013 wordt de Commissie verzocht om het ECSR een tussentijds verslag met een eerste beoordeling van de implementatie van deze aanbevelingen te leveren;
 - b) uiterlijk op 30 juni 2014 wordt de Commissie verzocht om het ECSR en de Raad een definitief verslag over de implementatie van deze aanbevelingen te leveren.

2. De Algemene Raad kan de uiterste termijnen in paragraaf 1 verlengen indien wetgevende initiatieven nodig zijn om te voldoen aan één of meerdere aanbevelingen.

4. Toezicht en beoordeling

1. Het ECSR-secretariaat:
- a) staat de Commissie bij, inclusief door toepasselijke modelformulieren te verstrekken en, waar nodig, de modaliteiten en het tijdschema voor de follow-up;
 - b) verifieert de follow-up door de Commissie, onder meer door de Commissie op haar verzoek bij te staan, en rapporteert via het Stuurcomité over de opvolging aan de Algemene Raad.
2. De Algemene Raad beoordeelt de door de Commissie gerapporteerde acties en rechtvaardigingen en besluit, voor zover van toepassing, of deze aanbeveling niet is opgevolgd en of de Commissie er niet in is geslaagd het niet ondernemen van actie genoegzaam te rechtvaardigen.

Gedaan te Frankfurt am Main, 20 december 2012.

De voorzitter van het ECSR
Mario DRAGHI

BIJLAGE BIJ DE AANBEVELING VAN HET ECSR INZAKE GELDMARKTFONDSEN

INHOUDSOPGAVE

	<i>Bladzijde</i>
LIJST VAN AFKORTINGEN	6
SAMENVATTING	7
INLEIDING	8
I. RECENTE REGELGEVINGSINITIATIEVEN	8
I.1 Internationale initiatieven	8
I.2 Europese initiatieven	9
II. GELDMARKTFONDSEN EN FINANCIËLE STABILITEIT	10
II.1 „First-mover”-voordeel	10
II.2 Ondersteuning door sponsors	11
II.3 Huidige economische omgeving	12
III. STRUCTUUR VAN DE EUROPESE GELDMARKTFONDSENSECTOR	12
III.1 Toepassingsgebied van de ad-hocenquête van het ECSR	12
III.2 Overzicht van de activa van geldmarktfondsen	14
III.3 Overzicht van beleggers in geldmarktfondsen	19
III.4 Concentratie in de sector	21
III.5 Afwijking CNAV-fondsen van pari	22
IV. AANBEVELINGEN VAN HET ECSR	23
IV.1 Toepassingsgebied van de aanbevelingen	23
IV.2 Aanbeveling A — Verplichte omschakeling naar variabele NAV	23
IV.2.1 Economische motivering	23
IV.2.2 Beoordeling	26
IV.3 Aanbeveling B — Liquiditeitseisen	30
IV.3.1 Economische motivering	30
IV.3.2 Beoordeling	33
IV.4 Aanbeveling C — Informatieverstrekking	34
IV.4.1 Economische motivering	34
IV.4.2 Beoordeling	34
IV.5 Aanbeveling D — Rapportage en informatie-uitwisseling	35
IV.5.1 Economische motivering	35
IV.5.2 Beoordeling	35
IV.6 Gegeven gevolg	36
IV.6.1 Tijdschema	36
IV.6.2 Conformiteitscriteria	36
IV.6.3 Communicatie van het gegeven gevolg	37
REFERENTIES	39

LIJST VAN AFKORTINGEN

ABS: effecten op onderpand van activa (asset-backed securities)

AIFM: beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen

Bp: basispunten

CEER: Comité van Europese effectenregelgevers

CNAV: constante intrinsieke waarde (constant net asset value)

ECB: Europese Centrale Bank

EG: eurogebied

ESCB: Europees Stelsel van centrale banken

EAEM: Europese Autoriteit voor effecten en markten

ECSR: Europees Comité voor systeemrisico's

EU: Europese Unie

EUR: euro

FSB: Raad voor financiële stabiliteit

FSOC: Financial Stability Oversight Council

GBP: Britse pond

GMF: geldmarktfonds

HH: huishoudens

Icb: instelling voor collectieve belegging

Icbe: instelling voor collectieve belegging in effecten

ICI: Investment Company Institute

IMMFA: Institutional Money Market Funds Association

IOSCO: Internationale Organisatie van effectentoezichhouders

MFI: monetaire financiële instelling

Mln: miljoen

NAV: intrinsieke waarde (net asset value)

NFV: niet-financiële vennootschap

OFI: overige financiële instellingen

RvW: rest van de wereld

SEC: Securities and Exchange Commission

USD: Amerikaanse dollar

VIPF: verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen

VNAV: variabele intrinsieke waarde (variable net asset value)

WAL: gewogen gemiddelde resterende looptijd

WAM: gewogen gemiddelde looptijd

SAMENVATTING

In deze samenvatting wordt achtergrondmateriaal gegeven bij de aanbevelingen van het Europees Comité voor systeemrisico's (ECSR) die ten doel hebben de tenuitvoerlegging in Europa van de door de Raad voor financiële stabiliteit (FSB) voorgestelde hervormingen van het schaduwbankwezen met betrekking tot geldmarktfondsen te ondersteunen en te beoordelen. Geldmarktfondsen vormen een belangrijke component van de schaduwbanksector. Net als banken voeren ze looptijd- en liquiditeitstransformatie uit en kunnen ze door beleggers worden gezien als een veilig alternatief voor bankdeposito's (met name in het geval van CNAV-fondsen, die een constante nominale waarde proberen vast te houden). Hoewel geldmarktfondsen onderworpen zijn aan effectenregulering, hoeven ze niet te voldoen aan de kapitaaleisen voor banken en kunnen ze in bepaalde gevallen bijzonder kwetsbaar zijn voor het destabiliserende risico van massale gelijktijdige geldopvragingen (runs) door beleggers. Geldmarktfondsen kunnen daarom een bron van significant systeemrisico vormen. Een ander risico dat aan geldmarktfondsen is verbonden, wordt gevormd door de impliciete en discretionaire ondersteuning door een sponsor; de kans op ondersteuning is mogelijk groter in het geval van CNAV-fondsen.

Om de risico's van geldmarktfondsen te beperken, zijn reeds verschillende internationale en Europese regelgevingsinitiatieven genomen, zoals de aanbevelingen van de Internationale Organisatie van effectentoezichthouders (IOSCO) van oktober 2012 en de richtsnoeren van het Comité van Europese effectenregelgevers (CEER)/de Europese Autoriteit voor effecten en markten (EAEM) van mei 2010. Voorts zal de FSB naar verwachting in september 2013, na de afronding van alle geïnitieerde werkstromen, zijn definitieve aanbevelingen met betrekking tot het schaduwbankwezen publiceren. In de Verenigde Staten zal het regelgevingskader voor geldmarktfondsen zich mogelijk verder ontwikkelen na de bekendmaking van de voorgestelde aanbevelingen van de Financial Stability Oversight Council (FSOC) van november 2012, waarover momenteel een openbare raadpleging plaatsvindt. In Europa wordt voorzien dat de Europese Commissie in het eerste kwartaal van 2013 een wetgevingsvoorstel voor de hervorming van het kader voor icbe's en geldmarktfondsen zal presenteren. De aanbevelingen van het ECSR en de begeleidende bijlage zullen het werk van de Commissie op dit belangrijke gebied naar verwachting ondersteunen.

Kenmerken van de Europese geldmarktfondsensector

Om het mogelijke effect van de aanbevelingen van het ECSR te beoordelen, is een gedetailleerd profiel van de Europese sector van geldmarktfondsen opgesteld, mede op basis van een ad-hocgegevensinventarisatie. In Europa beheren geldmarktfondsen circa 1 biljoen EUR aan activa, waarbij drie landen (Frankrijk, Ierland en Luxemburg) samen goed zijn voor 95 % van de totale activa van geldmarktfondsen. Beleggers in Franse geldmarktfondsen zijn voornamelijk binnenlandse beleggers, terwijl de beleggers in Ierse en Luxemburgse fondsen in belangrijke mate niet-ingezetenen zijn. De meeste geldmarktfondsen in Europa hebben toestemming gekregen om hun activiteiten binnen het regelgevingskader voor icbe's te ontplooiën. De top vijf van groepen die geldmarktfondsen in Europa beheren, vertegenwoordigen samen 40 % van de totale sector, en vier van deze vijf groepen zijn gerelateerd aan banken.

Geldmarktfondsen spelen een belangrijke rol in geldmarkten en beheren naar schatting 25 % van alle in het eurogebied uitgegeven kortlopende schuldeffecten. Circa 75 % van hun totale activa bestaat uit uitzettingen op monetaire financiële instellingen (MFI's), die in het geval van Ierland overwegend niet in de EU gevestigde instellingen zijn. Ierse en Luxemburgse fondsen houden een belangrijk deel van hun activa aan in buitenlandse valuta's, voornamelijk de USD en het GBP.

Op geaggregeerde basis maken vooral institutionele beleggers gebruik van Europese geldmarktfondsen, hoewel ze in enkele afzonderlijke landen in de eerste plaats een retailproduct zijn. MFI's zijn zelf belangrijke beleggers in geldmarktfondsen en vormen meer dan 30 % van de totale beleggersbasis, waarbij ze een voorkeur hebben voor CNAV-fondsen. Ook buiten de EU bestaat een omvangrijke beleggersbasis voor Europese geldmarktfondsen, met name voor Ierse CNAV-fondsen. De verplechting van geldmarktfondsen met de rest van het financiële systeem wordt verder vergroot via de relatie met hun sponsors, vaak banken.

Iets meer dan 40 % van het door de sector beheerde vermogen is belegd in CNAV-fondsen. Twee derde van de Europese CNAV-fondsen is gevestigd in Ierland, en een derde in Luxemburg. In de regel zijn deze fondsen veel groter en hebben ze een conservatiever risicoprofiel, een kortere looptijd, een hogere liquiditeit en een grotere beleggersbasis buiten de EU dan VNAV-fondsen (geldmarktfondsen met een variabele intrinsieke waarde). In dit verband moet worden opgemerkt dat de CEER/EAEM-richtsnoeren normen voor de in aanmerking komende activa en de kwaliteit en looptijd daarvan aan geldmarktfondsen hebben opgelegd. Volgens de resultaten van de gegevensinventarisatie door het ECSR zijn binnen een recente periode van vijf jaar in circa 27 % van de in de enquête genoemde CNAV-fondsen afwijkingen van meer dan 10 basispunten tussen hun pariwaarde en de marktwaarde van hun activa geconstateerd; in geen enkel geval had het responderende fonds bewijs voor ondersteuning door een sponsor verstrekt.

De aanbevelingen van het ECSR

De aanbevelingen van het ECSR zijn vergelijkbaar met de aanbevelingen van de IOSCO die in oktober 2012 zijn gepubliceerd. In het kader van het beperken van een systeemrisico is de hoofddoelstelling van de werkzaamheden van de IOSCO het verminderen van de gevoeligheid van geldmarktfondsen voor het risico van een run door beleggers. Bij het opstellen van de aanbevelingen van het ECSR is onder meer gebruikgemaakt van de resultaten van een speciaal voor dit doel uitgevoerde inventarisatie van gegevens, en de aanbevelingen worden aangevuld met een kwantitatieve en kwalitatieve analyse om te begrijpen of een verandering in bedrijfsmodellen na de hervormingen tot een ernstige inkrimping van geldmarktfondsen zou kunnen leiden, met name in een tijd waarin ze al de negatieve gevolgen van een omgeving met lage renten ondervinden. De aanbevelingen bestrijken de volgende vier specifieke gebieden.

Verplichte omschakeling naar het VNAV-model: Geldmarktfondsen zouden verplicht moeten worden om een fluctuerende intrinsieke waarde (net asset value — NAV) aan te houden. Op deze manier zullen hun beleggingskenmerken worden versterkt en hun bankdepositoachtige kenmerken worden gereduceerd. Deze vereiste zal de prikkel voor beleggers om massaal gelden op te nemen verminderen, de prijs transparantie vergroten en de onderlinge verwevenheid in het financiële systeem terugdringen. Geldmarktfondsen worden verder verzocht algemeen gebruik te maken van waardering tegen de reële waarde, terwijl het gebruik van waardering tegen geamortiseerde kostprijs zou moeten worden beperkt tot een aantal vooraf te omschrijven omstandigheden.

Liquiditeitseisen: De bestaande liquiditeitseisen zouden moeten worden aangescherpt door uitdrukkelijk minimumbedragen vast te stellen voor de dagelijkse en wekelijkse liquide activa die geldmarktfondsen moeten aanhouden. De verantwoordelijkheid van fondsbeheerders voor de bewaking van het liquiditeitsrisico zou moeten worden versterkt. Tot slot zouden effectieve instrumenten beschikbaar moeten zijn, bijvoorbeeld in de vorm kunnen van tijdelijke opschorting van terugbetalingen, om het hoofd te bieden aan liquiditeitsbeperkingen in tijden van stress ten gevolge van zowel fondsspecifieke als marktbrede ontwikkelingen.

Informatieverstrekking: Het marketingmateriaal van geldmarktfondsen zou de aandacht van beleggers moeten vestigen op het ontbreken van een kapitaalgarantie en de mogelijkheid dat de hoofdsom geheel of gedeeltelijk verloren gaat. Elke openbare informatie die de indruk van ondersteuning door een sponsor wekt, of het vermogen om dergelijke ondersteuning te geven, zou moeten worden verboden tenzij deze ondersteuning is gebaseerd op een harde toezegging, in welk geval deze moet worden verantwoord in de rekeningen van die sponsor en tot uiting moet komen in de prudentiële eisen aan die sponsor. Tot slot zou het materiaal een beschrijving van de waarderingspraktijken moeten bevatten, in het bijzonder wat betreft het gebruik van waardering tegen geamortiseerde kostprijs en de mogelijkheid om inschrijvingen en terugbetalingen op te schorten, ook in tijden van stress.

Rapportage en informatie-uitwisseling: Alle gevallen van ondersteuning door een sponsor zouden moeten worden gemeld aan de verantwoordelijke nationale toezichthoudende autoriteiten, die deze informatie zouden moeten delen met andere relevante nationale en Europese autoriteiten. De regelmatige rapportage door geldmarktfondsen zou verder moeten worden versterkt en geharmoniseerd. Indien relevant zouden de bevoegde nationale toezichthoudende autoriteiten informatie moeten uitwisselen met andere relevante (binnenlandse, buitenlandse of Europese) autoriteiten.

INLEIDING

Het doel van de aanbevelingen van het ECSR en de ondersteunende analyse is om vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit een beoordeling te maken van de potentiële effecten van de in oktober 2012 gepubliceerde aanbevelingen van de IOSCO voor geldmarktfondsen op de geldmarktfondsensector in de EU. Om de beleidsbepalers in de EU te ondersteunen en aanbevelingen te doen, ligt de focus van deze bijlage op de uitvoeringskwesaties die het meest relevant zijn voor de financiële stabiliteit.

Zowel voor de kwantitatieve als voor de kwalitatieve analyse in deze bijlage is gebruikgemaakt van verschillende informatiebronnen, waaronder academisch onderzoek, eerder door het ECSR verricht onderzoek naar geldmarktfondsen, statistische gegevens van de ECB en de resultaten van de ad-hocenquête die het ECSR speciaal voor dit doel heeft uitgevoerd om meer gedetailleerde informatie te verzamelen dan die welke in openbare bronnen te vinden is. Verder heeft het ECSR een rondetafel gehouden met marktdeelnemers om de opvattingen binnen de sector te vernemen.

In **deel I** van de bijlage worden de recente internationale en Europese regelgevingsinitiatieven met betrekking tot geldmarktfondsen geëvalueerd, waarmee tegelijkertijd de bredere beleidsachtergrond van de aanbevelingen van het ECSR wordt geschetst. In **deel II** wordt een kort overzicht gegeven van de uit geldmarktfondsen voortvloeiende bronnen van systeemrisico waarop deze aanbevelingen betrekking hebben. Om de aanbevelingen analytisch te ondersteunen, wordt in **deel III** de marktstructuur van de Europese geldmarktfondsensector tegen het licht gehouden, waarbij de focus ligt op de elementen van de markt die specifiek relevant zijn voor het ontstaan van een systeemrisico. In **deel IV** worden de aanbevelingen van het ECSR afzonderlijk besproken, waarbij ook een economische motivering en een beoordeling worden gegeven, alsmede conformiteitscriteria.

I. RECENTE REGELGEVINGSINITIATIEVEN

I.1 Internationale initiatieven

Na het analyseren van de oorzaken van de recente financiële crisis hebben verschillende nationale regelgevende instanties en internationale organisaties gewezen op de noodzaak om de geldmarktfondsensector structureel te hervormen. Tijdens de in november 2010 gehouden top van Seoel hebben de leiders van de G20 de **Raad voor financiële stabiliteit** (Financial Stability Board — FSB) gevraagd aanbevelingen te ontwikkelen om het toezicht op en de regulering van het schaduwbanksysteem te verbeteren. Op 27 oktober 2011 heeft de FSB een reeks initiële aanbevelingen gepubliceerd, die de G20 tijdens de top van Cannes heeft bekrachtigd. De FSB beveelt in het bijzonder aan om het regelgevingskader voor geldmarktfondsen verder te versterken. Ook identificeert de FSB CNAV-geldmarktfondsen, die een constante intrinsieke waarde (net asset value — NAV) proberen vast te houden, als een cruciale bron van potentieel risico die moet worden aangepakt door een omschakeling naar variabele NAV-fondsen aan te moedigen dan wel verplicht te stellen, kapitaal- en liquiditeitseisen voor CNAV-geldmarktfondsen op te leggen en/of andere mogelijke benaderingen toe te passen. Voorts heeft de FSB de **Internationale Organisatie van effectentoezichthouders** (IOSCO) opdracht gegeven een evaluatie te maken van potentiële regelgevingshervormingen die de gevoeligheid van geldmarktfondsen voor het risico van een run door beleggers en andere systeemrisico's zouden verminderen en beleidsaanbevelingen te formuleren.

Naar aanleiding van dit verzoek heeft de **IOSCO** op 9 oktober 2012 beleidsaanbevelingen voor de hervorming van geldmarktfondsen bekendgemaakt. Naast deze aanbevelingen heeft de IOSCO in een persbericht opgemerkt dat hoewel een meerderheid van de leden van de Securities and Exchange Commission (SEC) de publicatie van de aanbevelingen van de IOSCO niet steunde, er verder geen bezwaren waren en de raad van bestuur van de IOSCO het verslag had goedgekeurd.

Op 18 november 2012 heeft de FSB een aantal raadplegingsdocumenten gepubliceerd, waarvan één een geïntegreerd overzicht van de beleidsaanbevelingen inzake schaduwbankieren bevat. Hierin bekrachtigt de FSB de beleidsaanbevelingen van de IOSCO als een effectief kader voor een alomvattende versterking van het vermogen van geldmarktfondsen om risico's op te vangen. Ook bekrachtigt de FSB de aanbeveling dat stabiele NAV-geldmarktfondsen waar mogelijk moeten worden omgezet in fluctuerende (of variabele) NAV-geldmarktfondsen. Voorts stelt de FSB dat het effect van de waarborgen voor de versterking van het vermogen van stabiele NAV-geldmarktfondsen om runs te weerstaan, die moeten worden ingevoerd wanneer een dergelijke omzetting niet haalbaar is, functioneel gelijkwaardig moet zijn aan het effect van de kapitaal-, liquiditeits- en andere prudentiële eisen voor banken, die bescherming bieden tegen runs op de bij hen gedeponeerde gelden.

De FSB heeft aangekondigd dat zijn definitieve aanbevelingen inzake schaduwbankieren, met inbegrip van gedetailleerde aanbevelingen op basis van de resultaten van de vijf door de FSB geïnitieerde werkstromen (waarvan er één betrekking heeft op geldmarktfondsen), tegen september 2013 gereed zullen zijn. Hoewel de werkstroom betreffende geldmarktfondsen inmiddels grotendeels is afgerond, kunnen ook enkele van de andere werkstromen, en met name de werkstroom betreffende de interactie tussen banken en schaduwbankentiteiten en die betreffende effectenuitleen- en repo-overeenkomsten, implicaties voor de hervorming van de geldmarktfondsen hebben.

In de **Verenigde Staten** zijn in 2010 bepaalde hervormingen van de geldmarktfondsensector doorgevoerd. In die periode heeft de SEC opgemerkt dat deze hervormingen een eerste stap vormden. In oktober 2010 publiceerde de President's Working Group van de SEC een verslag waarin een aantal aanvullende beleidsopties werden beschreven, aangezien niet kon worden verwacht dat de hervormingen van 2010 alléén een run zouden kunnen voorkomen. Dienovereenkomstig was de SEC betrokken bij de ontwikkeling van aanvullende structurele hervormingen. Op 22 augustus 2012 maakte de voorzitter van de SEC, Mary Schapiro, echter bekend dat de meerderheid van de leden van de SEC het voorstel van de diensten van de SEC om de structuur van geldmarktfondsen te hervormen niet zou steunen.

Als gevolg hiervan verzocht de minister van Financiën van de Verenigde Staten, Timothy Geithner, de Financial Stability Oversight Council (FSOC) op 27 september 2012 actie te ondernemen indien de SEC dat niet zou doen. Op 13 november 2012 publiceerde de FSOC zijn voorgestelde aanbevelingen inzake de hervorming van de geldmarktfondsensector voor openbare raadpleging. In deze aanbevelingen worden drie alternatieven beschreven, die elkaar niet noodzakelijkerwijs uitsluiten: i) zwevende NAV, ii) stabiele NAV met een NAV-buffer en een minimum-„Balance at Risk”, en iii) stabiele NAV met een NAV-buffer en andere maatregelen. Op de datum van dit verslag was het resultaat van de openbare raadpleging nog niet bekend; ook is het onduidelijk of de SEC zal optreden in overeenstemming met de aanbevelingen van de FSOC, met name gezien de moeilijkheden die de SEC heeft ondervonden bij haar initiële pogingen, zoals hierboven is beschreven.

1.2 Europese initiatieven

In mei 2010 heeft het **Comité van Europese effectenregelgevers** (CEER), de voorloper van de Europese Autoriteit voor effecten en markten (EAEM), richtsnoeren gepubliceerd om een geharmoniseerde definitie van de term „geldmarktfondsen” in Europa te creëren en nieuwe gemeenschappelijke normen vast te stellen teneinde de financiële crisis geconstateerde tekortkomingen te corrigeren. In deze richtsnoeren worden geldmarktfondsen ingedeeld in twee typen, „kortlopende geldmarktfondsen” en „geldmarktfondsen”, en de richtsnoeren leggen strikte normen op aan de kwaliteit en de looptijd van portefeuilles, het risicobeheer en de informatieverstrekking. De CEER/EAEM-richtsnoeren zijn in juli 2011 in werking getreden, met een overgangsperiode van zes maanden voor bestaande fondsen, en zijn van toepassing op zowel icbe- als niet-icbe-fondsen.

In de richtsnoeren zijn de meeste aanbevelingen van de IOSCO reeds geïntegreerd. Zo voorzien de richtsnoeren, zoals aanbevolen door de IOSCO (aanbevelingen 1 tot en met 3), in een expliciete definitie van geldmarktfondsen, in strikte voorschriften voor het type instrumenten waarin geldmarktfondsen mogen beleggen (met inbegrip van een verbod op uitzettingen op aandelen), in grenzen aan de resterende looptijd van de instrumenten en in grenzen aan de gewogen gemiddelde looptijd (WAM) en de gewogen gemiddelde resterende looptijd (WAL) van de portefeuille. In de periode na de inwerkingtreding van de richtsnoeren, d.w.z. de laatste maanden van 2011, heeft een aanzienlijk aantal fondsen die aanvankelijk als geldmarktfondsen in de markt waren gezet een nieuwe naam gekregen en zijn deze fondsen in andere categorieën ingedeeld.

Wat betreft de aanbevelingen van de IOSCO inzake liquiditeitsbeheer (aanbevelingen 6 tot en met 8), is het bestaande Europese wettelijke kader al sterk. Overeenkomstig Richtlijn 2010/43/EU voor instellingen voor collectieve beleggingen in effecten (icbe's) en Richtlijn 2011/61/EU voor beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen moet het liquiditeitsrisico regelmatig wordt beoordeeld door middel van stresstests.

Tot slot moet worden opgemerkt dat in het icbe-kader een aantal vraagstukken rond risicodiversificatie, risicobeperking en het in aanmerking komen van activa reeds worden gereguleerd.

In de CEER/EAEM-richtsnoeren worden echter niet alle aanbevelingen van de IOSCO in aanmerking genomen en worden ook niet alle problemen aangepakt die de IOSCO als inherent aan geldmarktfondsen beschouwt. Met name kortlopende geldmarktfondsen mogen nog steeds CNAV gebruiken. Bovendien mogen geldmarktfondsen instrumenten waarvoor een limiet voor de resterende looptijd van 397 dagen is vastgesteld, waarden tegen de geamortiseerde kostprijs, hetgeen ook risico's kan creëren en de prijstransparantie kan verminderen. Voorts beschikken regelgevers niet over informatie over ondersteuning door sponsors, omdat dit aspect op dit moment niet is gereguleerd of is onderworpen aan een rapportagevereiste.

Ter aanvulling van het Europese wettelijke kader heeft de **fondsensector** een reeks beste praktijken ontwikkeld, die zijn samengevoegd in de gedragscode van de Institutional Money Market Funds Association (IMMFA). Volgens deze code moeten CNAV-geldmarktfondsen ten minste wekelijks het verschil tussen hun gepubliceerde koersen en de mark-to-marketwaarderingen (bekend als de schaduwkoersen) monitoren. Bij afwijkingen van meer dan 10 basispunten, 20 basispunten en 30 basispunten moeten escalatieprocedures worden gevolgd, voornamelijk door middel van interne verslaggeving. Wanneer de marktwaarde 50 basispunten onder pari ligt, wordt het fonds geacht een „permanent waardeverlies” te hebben geleden. Alle gevallen dat een fonds zijn intrinsieke waarde niet weet te behouden („breaking the buck”), moeten aan de IMMFA worden gerapporteerd.

Tot slot overweegt de **Commissie** de noodzaak van verdere hervormingen van de regulering van geldmarktfondsen. In haar Groenboek over schaduwbankieren (2012) wijst de Commissie op de rol van geldmarktfondsen in het schaduwbankstelsel. Voorts heeft de Europese Commissie een raadgevend document over een toekomstig kader voor beleggingsfondsen gepubliceerd (2012). Een deel van dit document heeft betrekking op het vraagstuk CNAV versus VNAV, de waardering van deze fondsen, de rol van geldmarktfondsen bij het ontstaan van systeemrisico en het vertrouwen op kredietratings. De Commissie zal naar verwachting in het eerste kwartaal van 2013 een wetsvoorstel inzake geldmarktfondsen presenteren. En in oktober 2012 heeft een commissie van het **Europees Parlement** een resolutie over schaduwbankieren aangenomen, waarin de aanbevelingen van de IOSCO worden gesteund en wordt gevraagd om geldmarktfondsen die aan een constante waarde vasthouden te verplichten een beperkte bankvergunning aan te vragen.

Zoals hieronder wordt beschreven, heeft de geldmarktfondsensector in Europa een grote internationale component. Een van de uitdagingen voor de verschillende internationale en Europese initiatieven die momenteel lopen, is derhalve het beheer van het potentiële risico dat kan resulteren uit verschillen tussen de regelgevingsinitiatieven om de uit geldmarktfondsen voortvloeiende systeemrisico's te beperken.

II. GELDMARKTFONDSEN EN FINANCIËLE STABILITEIT

Geldmarktfondsen vormen een belangrijke component van het schaduwbankstelsel (FSB, 2011). Geldmarktfondsen zijn beleggingsproducten die zijn onderworpen aan effectenregulering, maar lijken op banken in de zin dat ze looptijd- en liquiditeitstransformatie uitvoeren en dat ze door beleggers kunnen worden gezien, met name CNAV-fondsen, als een veilig alternatief voor bankdeposito's. Geldmarktfondsen kunnen echter ook minder liquide activa aanhouden, waarvan de vervaldatum veel later kan liggen dan die van de terugbetalingen aan beleggers, en brengen derhalve beleggingsrisico's mee. In tegenstelling tot banken hebben geldmarktfondsen geen toegang tot het publieke vangnet; in de regel worden ze niet expliciet ondersteund door hun sponsorondernemingen, hoewel zich verschillende gevallen hebben voorgedaan waarin sponsors noodlijdende fondsen achteraf actief hebben gesteund.

Een reeks economische onderzoeken, met name naar de markt in de Verenigde Staten, levert bewijs op voor de stelling dat het gedrag en de aard van geldmarktfondsen ze kwetsbaar maakt voor destabiliserende runs, die zich snel kunnen uitbreiden naar andere fondsen. Dit kan negatieve gevolgen hebben voor de liquiditeit en de beschikbaarheid van kortlopende kredieten, niet in de laatste plaats voor banken waarvoor geldmarktfondsen een belangrijke financieringsbron vormen ⁽¹⁾. Het risico van runs door beleggers vloeit voornamelijk voort uit het „first-mover”-voordeel en de onzekerheid over stilzwijgende en discretionaire ondersteuning door een sponsor.

II.1 „First-mover”-voordeel

Hoewel het „first-mover”-voordeel inherent is aan alle beleggingsfondsen, wordt dit voordeel vooral relevant geacht voor **CNAV-geldmarktfondsen**, omdat deze onmiddellijke aflossingen tegen een afgeronde constante prijs (bv. 1 EUR of 1 USD per aandeel) ⁽²⁾ bieden. Om die reden is er een risico dat de aandelenkoers in tijden van marktstress of bij zorgen

⁽¹⁾ Zie ook FSOC (2012), blz. 17-28, waarin een analyse van het systeemrisico en een overzicht van verder academisch onderzoek wordt gegeven, bv. Baba et al. (2009); Duygan-Bump et al. (nog te verschijnen); Gordon en Gandia (2012); Gorton en Metrick (2010), blz. 261-297; Kacperczyk en Schnabl (2012); McCabe (2010); McCabe et al. (2012); Rosengren (2012); Scharfstein (2012); Squam Lake Group (2011).

⁽²⁾ Zie het Occasional Paper van het ECSR (2012); FSB (2011); FSOC (2012); IOSCO (2012); Baba et al. (2009); Gorton en Metrick (2010); McCabe (2010).

over de kwaliteit van de onderliggende activa mogelijk niet de „echte waarde” van de onderliggende portefeuille van het fonds weerspiegelt. Een kenmerk van dit voordeel is dat aan vroegtijdige terugbetalingsverzoeken wordt voldaan tegen de nominale waarde, ook wanneer de feitelijke waarden van de activa potentieel lager zijn. Dit leidt tot een overdracht van verliezen aan de resterende aandeelhouders, aangezien beleggers die later worden terugbetaald onevenredige verliezen dragen. Dit „first-mover”-voordeel kan bijdragen tot het ontstaan van destabiliserende runs. Onzekerheid over de kwaliteit van de activa in de portefeuille kan de aanzet tot een run vormen, ook als de marktwaarde feitelijk niet afwijkt van de nominale waarde. Het risico van een run door beleggers is met name relevant voor institutionele beleggers, aangezien deze bijzonder risicoavers zijn en doorgaans sneller en massaler reageren dan retailbeleggers. Meer in het algemeen kan het CNAV-kenmerk het risico van instabiliteit verhogen doordat bij sommige beleggers de verwachting kan worden gewekt, op grond van het idee dat aandelen in geldmarktfondsen een risicovrij equivalent voor kasmiddelen zijn, dat terugbetaling tegen de nominale waarde zal plaatsvinden; dienovereenkomstig kan dit het risico van een run vergroten wanneer een fonds niet aan deze verwachtingen voldoet, dat wil zeggen wanneer een fonds de constante waarde niet meer kan garanderen.

Hoewel het „first-mover”-voordeel hoofdzakelijk betrekking heeft op CNAV-fondsen, blijkt uit de ervaringen tijdens de financiële crisis dat ook beleggers in **VNAV-geldmarktfondsen** een prikkel kunnen hebben om hun gelden op te nemen ⁽¹⁾. Omdat geldmarktfondsen geen dagelijkse liquiditeit van 100 % hebben, zijn er inderdaad gevallen waarin fondsen geen aflossingen aan beleggers kunnen doen. Vandaar dat beleggers nog steeds een prikkel kunnen hebben om snel hun gelden op te vragen (zoals dat voor elk beleggingsfonds geldt), omdat latere aflossingen het fonds kunnen dwingen om minder liquide activa te verkopen en mogelijk verliezen te leiden. De prikkel om gelden op te nemen, kan worden versterkt door onzekerheden over de boekhoudkundige praktijken, die ook in VNAV-fondsen een rol kunnen spelen.

II.2 Ondersteuning door sponsors

Uit diverse studies blijkt dat in de hele geschiedenis van de geldmarktfondsensector ondersteuning door derden heeft plaatsgevonden ⁽²⁾. Moody's heeft meer dan 200 CNAV-geldmarktfondsen in de VS en Europa geïdentificeerd die in de periode 1980-2009 hebben geprofiteerd van ondersteuning door een sponsor. De ondersteuning bereikte een piek in de periode 2007-2009, toen meer dan 60 fondsen (36 in de VS en 26 in Europa) financiële bijstand nodig hadden, in de meeste gevallen vanwege verslechtering van de kredietkwaliteit/faillissementen en liquiditeitsproblemen. Volgens Moody's gaven ten minste 20 firma's die fondsen met de hoogste kwaliteit in de VS en Europa beheerden ongeveer 12 miljard USD uit om de waarde van hun CNAV-fondsen te behouden. Daarnaast steunden ten minste twee fondsbeheerders op de balans van hun moederondernemingen en op toegang tot het loket van de Federal Reserve om terugbetalingen te kunnen verrichten, terwijl ook twee firma's activa van geldmarktfondsen consolideerden op hun balansen (zie ook het Occasional Paper van het ECSR, 2012).

Het omvallen van het Reserve Primary Fund in de VS illustreert de belangrijkste zwakte van het leunen op stilzwijgende en discretionaire ondersteuning door een sponsor. Het fonds „broke the buck”, d.w.z. dat het na de val van Lehman Brothers zijn intrinsieke waarde niet wist te behouden (de uitzetting op Lehman Brothers vertegenwoordigde 1,2 % van de intrinsieke waarde van het fonds). Dit verlies leidde onmiddellijk tot een run op het fonds, die vervolgens een bredere run op Amerikaanse geldmarktfondsen in gang zette, waarbij in slechts enkele dagen zeer grote bedragen werden opgenomen. De sponsor van het Primary Fund liet uiteindelijk na het fonds te ondersteunen, wat onzekerheid kan hebben gecreëerd over ondersteuning door sponsors in het algemeen en de run op de geldmarktfondsensector versnelde. Alles bij elkaar zorgden de gebeurtenissen voor verstoringen van de markt voor commercial paper en dwongen ze de Amerikaanse autoriteiten in te grijpen door onder meer twee liquiditeitsfaciliteiten op te zetten en de dekking van het deposito-garantiestelsel uit te breiden.

Dit bewijs vestigt de aandacht op het historische belang van ondersteuning door sponsors, maar illustreert tegelijkertijd een potentiële tekortkoming. De onzekerheid over de beschikbaarheid van ondersteuning tijdens de recente crisis kan hebben bijgedragen tot het ontstaan van runs. McCabe (2011) en Gordon en Gandia (2012) laten zien dat sponsorcapaciteit een belangrijke factor voor beleggersgedrag is. Gordon en Gandia (2012) leveren bewijs dat CNAV-fondsen die werden beheerd of gesponsord door potentieel fragiele ondernemingen werden geconfronteerd met significant hogere uitstromen en een groter opnamerisico. Ook kunnen analisten en kredietratingbureaus rekening houden met de balans en

⁽¹⁾ Zie Scott (2012), die cijfers van het ICI aanhaalt waaruit blijkt dat Franse VNAV-fondsen in een periode van drie maanden (juli-september 2007) een verlies van circa 40 % op hun activa leden. Deze fondsen waren echter geen geldmarktfondsen volgens het Franse recht, maar waren in de markt gezet als „versterkte geldmarktfondsen”.

⁽²⁾ Zie Brady (2012) en Moody's (2010). In het raadgegingsverslag van de IOSCO (april 2012) worden ook de bevindingen van de SEC inzake ondersteuning door sponsors gedetailleerd beschreven: volgens schattingen van de diensten van de SEC ontving bijna 20 % van alle geldmarktfondsen in de periode augustus 2007 - 31 december 2008 steun van hun beleggingsmanager of dochterondernemingen daarvan.

de financiële kracht van instellingen die geldmarktfondsen aanbieden. Vandaar dat de impliciete aard van de steun door een sponsor en de afhankelijkheid van de capaciteit van de sponsor onzekerheid onder marktdeelnemers kan creëren, wat ertoe kan leiden dat geldmarktfondsen kwetsbaarder worden voor runs. In algemene zin kan een regeling die afhankelijk is van impliciete en discretionaire garanties van derden als instabiel worden beschouwd, omdat de garant de kosten van de impliciete regeling niet internaliseert (McCabe, 2011).

II.3 Huidige economische omgeving

De huidige omgeving van lage renten roept vragen op over het vermogen van geldmarktfondsen om hun CNAV vast te houden. Na de renteverlaging door de ECB in juli 2012 zagen Europese geldmarktfondsen de rendementen van de kortlopende schuldinstrumenten waar ze zwaar in beleggen snel dalen en zelfs negatief worden. Omdat de CNAV-structuur geen verliezen kan accommoderen, dwong de situatie beheerders van CNAV-fondsen om inschrijvingen op te schorten, terwijl enkele fondsen besloten de NAV te laten zweven, althans indirect. In enkele gevallen werd het aantal aandelen in handen van beleggers verlaagd, en niet de aandelenkoers, wat erop neer komt dat de feitelijke verliezen werden gedragen door de beleggers. Een voorbeeld hiervan is JPMorgan Chase, dat in oktober 2012 bekendmaakte deze methode te gebruiken in verband met de verliezen voor beleggers in haar twee grootste Europese geldmarktfondsen (het Euro Liquid Fund, met een beheerd vermogen van 4 miljard EUR, en het Government Liquidity Fund, met een beheerd vermogen van 13 miljard EUR). Aan dergelijke fondsen werd een nieuwe, „flexibele” aandelenklasse toegevoegd, die de posities van beleggers stabiel zal houden op 1 EUR per aandeel, maar aandelen in mindering zal brengen op de totale rekening om de operationele kosten en de negatieve rendementen te dekken.

III. STRUCTUUR VAN DE EUROPESE GELDMARKTFONDSENSECTOR

Om de gevolgen van geldmarktfondsen voor de financiële stabiliteit (die in het vorige deel op een meer conceptueel niveau zijn besproken) en het mogelijke effect van de aanbevelingen van het ECSR (die in deel IV worden gepresenteerd) te beoordelen, wordt in dit deel een gedetailleerd profiel van de Europese geldmarktfondsensector gegeven op basis van een kwantitatieve analyse.

Volgens statistieken van de ECB bedroeg het beheerd vermogen van de Europese geldmarktfondsen in juni 2012 in totaal circa 1 biljoen EUR, minder dan de piek van 1,4 biljoen EUR in 2008 en dicht bij het niveau van 2011. Ook het aantal fondsen nam af, van meer dan 1 300 in 2011 tot 1 171 in juni 2012. Een deel van de recente daling vond plaats in de vorm van een consolidatie van de sector na de tenuitvoerlegging van de in deel I.2 genoemde CEER/EAEM-richtsnoeren.

Ongeveer 95 % van de Europese geldmarktfondsensector is geconcentreerd in drie landen: Frankrijk (met een marktaandeel van 39 % van het beheerd vermogen), Luxemburg (31 %) en Ierland (25 %). In juni 2012 namen geldmarktfondsen circa 15 % van het totale beheerd vermogen van de geaggregeerde beleggingsfondsensector in het eurogebied voor hun rekening. Het grootste marktaandeel heeft Frankrijk, met circa 38 %. In Ierland vertegenwoordigden de activa van geldmarktfondsen circa 32 % van de totale markt voor beleggingsfondsen, en in Luxemburg 11 %. Het door geldmarktfondsen beheerd vermogen vertegenwoordigt echter slechts 2,5 % van de totale activa van de MFI-sector (exclusief centrale banken) in het eurogebied.

III.1 Toepassingsgebied van de ad-hocenquête van het ECSR

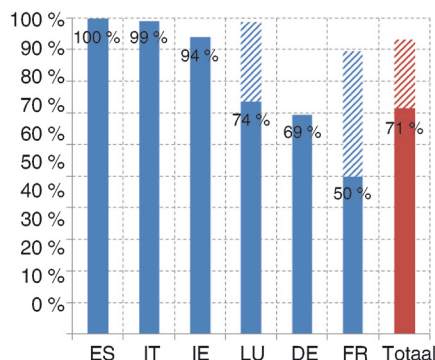
Om meer granulaire informatie te verzamelen dan die welke beschikbaar is in de statistieken van de ECB, heeft het ECSR een ad-hocenquête onder aanbieders van geldmarktfondsen gehouden, waarbij ook is gebruikgemaakt van gegevens van individuele fondsen. De gegevens zijn verzameld door zes landen (Frankrijk, Duitsland, Ierland, Italië, Luxemburg en Spanje), op basis van een inspanningsverplichting, en hebben betrekking op de situatie per ultimo juni 2012. De gegevens bieden informatie over de opsplitsing van de balans naar het type fondsen, d.w.z. CNAV-, kortlopende VNAV- en andere VNAV-fondsen, een opsplitsing die niet beschikbaar is in de ECB-statistieken. Ook heeft de enquête informatie opgeleverd over de schaduwkoers van CNAV-fondsen in de periode juni 2007 - juni 2012.

De enquête van het ECSR bestrijkt 71 % van het door de sector beheerde vermogen in de zes rapporterende landen, als gemeten door de ECB-statistieken⁽¹⁾. Voorts werd — geaggregeerde — informatie verzameld over nog eens 22 % van de sector in deze landen; deze aanvullende gegevens omvatten een opsplitsing naar type fonds, fondsbeheerder en fondsomvang gemeten in beheerd vermogen (zie **figuur 1**). Bij elkaar genomen bestrijken de gegevens in de enquête derhalve 93 % van de geldmarktfondsensector in de zes landen (of 89 % van de geldmarktfondsensector in de EU).

⁽¹⁾ De dekking is iets lager voor de passiva, vanwege het ontbreken van cijfers over de beleggersbasis voor in Duitsland gevestigde geldmarktfondsen.

Figuur 1

ECSR-enquête: dekking per land (%)

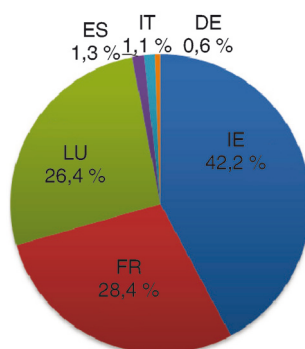


Bron: ECSR-enquête en ECB.

N.B.: De beoogde dekking van het totale beheerd vermogen van ingezeten geldmarktfondsen in elk land was circa 75 %. De gearceerde gebieden hebben betrekking op partiële gegevens (bv. alleen over het type fonds). De dekking is feitelijk hoger wanneer rekening wordt gehouden met enkele dubbeltellingen (zo wordt de dekking in bv. het geval van Frankrijk 60 % wanneer fund-of-funds en master-feeders worden uitgesloten).

Figuur 2

Samenstelling van de steekproef (op basis van beheerd vermogen in %)



Bron: ECSR-enquête.

N.B.: De percentages zijn berekend op basis van alleen volledige rapportages.

De enquête laat zien dat CNAV-fondsen circa 43 % (of 433 miljard EUR) van het totale beheerd vermogen van Europese geldmarktfondsen vertegenwoordigen. Van deze fondsen is ongeveer twee derde gevestigd in Ierland (272 miljard EUR) en een derde in Luxemburg (161 miljard EUR). In Frankrijk gevestigde geldmarktfondsen zijn onderverdeeld in kortlopende VNAV- (KL-VNAV) en andere VNAV-fondsen (d.w.z. VNAV-fondsen met uitzondering van kortlopende VNAV-fondsen), met respectievelijk 47 % en 36 %. In Duitsland, Italië en Spanje zijn geldmarktfondsen vrijwel uitsluitend van het VNAV-type. Met betrekking tot het onderscheid tussen CNAV- en VNAV-fondsen moet worden opgemerkt dat deze cijfers zijn gebaseerd op een eigen indeling door de geënquêteerde fondsen, aangezien er geen duidelijke wettelijke of statistische definitie van CNAV of VNAV bestaat; sommige fondsen hebben zowel CNAV- als VNAV-aandelenklassen.

Wat betreft het aantal fondsen, omvat de enquête 123 CNAV-fondsen in Luxemburg en Ierland, die samen 13 % van het totale aantal fondsen in de zes landen waar de enquête is gehouden, uitmaken, maar 45 % van hun totale beheerd vermogen voor hun rekening nemen (zie **tabel 1**). Ook is informatie verzameld over 330 VNAV-fondsen (waarvan 124 kortlopende VNAV-fondsen) in de zes landen.

Tabel 1

Opsplitsing van het beheerd vermogen en het aantal fondsen naar type en land (miljoen EUR)

	Frankrijk		Ierland		Luxembourg		Spanje		Italië		Duitsland		Totaal steekproef	
	Aantal fondsen	Beheerd vermogen	Aantal fondsen	Beheerd vermogen	Aantal fondsen	Beheerd vermogen	Aantal fondsen	Beheerd vermogen	Aantal fondsen	Beheerd vermogen	Aantal fondsen	Beheerd vermogen	Aantal fondsen	Beheerd vermogen
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 %
KL-VNAV	111	185,800	3	11,701	6	23,409	4	208	0	0	0	0	124	221,118
	25,5 %	47,0 %	3,1 %	3,8 %	2,0 %	9,3 %	5,6 %	2,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,9 %	22,6 %
VNAV	95	141,840	6	8,707	7	19,375	67	8,774	13	7,855	18	4,213	206	190,763
	21,8 %	35,9 %	6,1 %	2,8 %	2,3 %	7,7 %	94,4 %	97,5 %	92,9 %	99,0 %	37,5 %	69,3 %	21,4 %	19,5 %
VNAV overig	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 %
Icbe's	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 %
Niet-icbe	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 %
N.v.t.	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 %
Totaal	435	395,343	98	309,471	298	250,610	71	8,999	14	7,934	48	6,077	964	978,434

Bron: ECSR-enquête en ECB.

N.B.: De categorie „Totaal” is gebaseerd op de ECB-statistieken betreffende balansposten van geldmarktfondsen en het register van MFI's. De categorie „VNAV overig” omvat fondsen die niet door de enquête worden bestreken. De categorie „N.v.t.” voor Franse fondsen heeft betrekking op werknemersregelingen, feederfondsen, funds-of-funds en fondsen met één of een beperkt aantal beleggers („fonds dédiés”), die zowel icbe's als niet-icbe's kunnen zijn.

III.2 Overzicht van de activa van geldmarktfondsen

Met betrekking tot de **economische sectoren** laten de ECB-statistieken betreffende geldmarktfondsen zien dat de fondsen voornamelijk beleggen in de MFI-sector. De ECSR-enquête bevestigt dit en laat een gemiddelde uitzetting van 75 % op MFI's zien. Over het algemeen verschillen de uitzettingen door de verschillende typen fondsen niet veel van elkaar (zie **tabel 2** en **figuur 4**). De uitzettingen op de bedrijvensector zijn relatief beperkt (10 %). De ECB-statistieken laten ook zien dat de relevantie van schuldeffecten van de sector niet-financiële vennootschappen (NFV) in de beleggingsportefeuille van geldmarktfondsen de afgelopen jaren is afgenomen (zie **figuur 3**). Wat de emittenten betreft, leggen de CEER/EAEM-richtsnoeren fondsen restricties op ten aanzien van de kredietkwaliteit. De toewijzing van activa door Europese geldmarktfondsen concentreert zich daarom op een relatief klein aantal kwalitatief hoogwaardige emissies van banken en niet-banken (zie FitchRatings, 2012).

Tabel 2

Toewijzing van beleggingen per type fonds en sector (als % van de totale activa)

	MFI's	NFV's	Overheden	OFI's
1 - CNAV	73,9 %	9,7 %	13,7 %	2,7 %
2- KL-VNAV	79,7 %	11,2 %	8,4 %	0,7 %

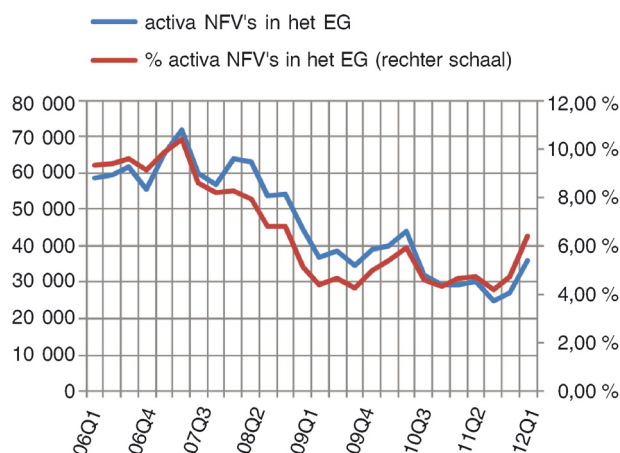
	MFI's	NFV's	Overheden	OFI's
3- VNAV (excl. KL-VNAV)	74,7 %	7,9 %	16,0 %	1,4 %
1- Icbe's	75,4 %	9,3 %	13,2 %	2,1 %
2- Niet-icbe's	73,7 %	12,6 %	12,5 %	1,2 %
Totaal volgens de enquête	75,2 %	9,6 %	13,1 %	2,1 %
Totaal volgens de ECB	75,5 %	6,6 %	11,1 %	6,9 %

Bron: ECSR-enquête en ECB.

N.B.: De ECB-totaal hebben alleen betrekking op tegenpartijen in het eurogebied.

Figuur 3

Uitzettingen van geldmarktfondsen op niet-financiële vennootschappen in het eurogebied (miljoen EUR en %)



Bron: ECB.

N.B.: Het aandeel van de activa in het eurogebied is berekend als de posities van geldmarktfondsen in niet-financiële vennootschappen in het eurogebied als percentage van de totale posities van geldmarktfondsen in ingezetenen van het eurogebied.

Gezien de opsplitsing in tabel 2 vormen geldmarktfondsen een belangrijkere financieringsbron voor banken dan voor andere sectoren. De ECB-statistieken betreffende effectenemissies leveren bewijs voor het belang van geldmarktfondsen voor de kortlopende financiering (d.w.z. financiering door middel van effecten met looptijden van minder dan een jaar) van MFI's in het eurogebied. Zoals blijkt uit tabel 3, houden geldmarktfondsen in het eurogebied circa 40 % van de door banken uitgegeven kortlopende schulden aan.

Tabel 3

Aandeel van door geldmarktfondsen in het eurogebied aangehouden kortlopende schulden in de totale kortlopende schulden van MFI's in het eurogebied (miljoen EUR en %)

Periode	Activa GMF's	Effectenemissies	Ratio
2010Q2	320 802	734 187	43,7 %
2010Q3	314 738	743 246	42,3 %
2010Q4	299 593	572 050	52,4 %
2011Q1	289 694	617 695	46,9 %
2011Q2	245 488	582 244	42,2 %
2011Q3	238 795	613 012	39,0 %

Periode	Activa GMF's	Effectenemissies	Ratio
2011Q4	228 310	702 274	32,5 %
2012Q1	258 594	710 553	36,4 %
2012Q2	254 974	677 840	37,6 %

Bron: ECB.

Bovendien hebben CNAV-fondsen in Ierland substantiële uitzettingen op niet in de EU gevestigde MFI's, terwijl in Frankrijk gevestigde VNAV-fondsen substantiële uitzettingen op de binnenlandse MFI-sector (banken en andere geldmarktfondsen) hebben (zie **tabel 4** en **figuur 4**). In Luxemburg gevestigde fondsen beleggen daarentegen meer in de EU gevestigde MFI's buiten Luxemburg. Tot slot beleggen geldmarktfondsen in Duitsland, Italië en Spanje meer in de binnenlandse overheidssector.

Tabel 4

Geselecteerde opsplitsingen van de beleggingen van geldmarktfondsen naar regio/type fonds en sector (miljoen EUR)

	In Ierland gevestigde CNAV-fondsen				
	MFI's	NFV's	Overheid	OFI's	Totaal
Binnenl.	12 661	1 531	57	2	14 251
Overig EU	75 205	4 644	6 997	808	87 654
RvW	127 647	18 440	19 188	6 213	171 488
Totaal	215 513	24 615	26 242	7 023	273 393

	In Luxemburg gevestigde CNAV-fondsen				
	MFI's	NFV's	Overheid	OFI's	Totaal
Binnenl.	965	0	446	0	1 411
Overig EU	57 262	9 463	6 237	3 631	76 593
RvW	32 954	6 101	23 906	735	63 696
Totaal	91 181	15 564	30 589	4 367	141 700

	In Frankrijk gevestigde VNAV-fondsen				
	MFI's	NFV's	Overheid	OFI's	Totaal
Binnenl.	109 905	12 087	4 709	555	127 256
Overig EU	53 949	11 218	1 732	50	66 949
RvW	3 100	678	0	0	3 778
Totaal	166 954	23 983	6 441	605	197 982

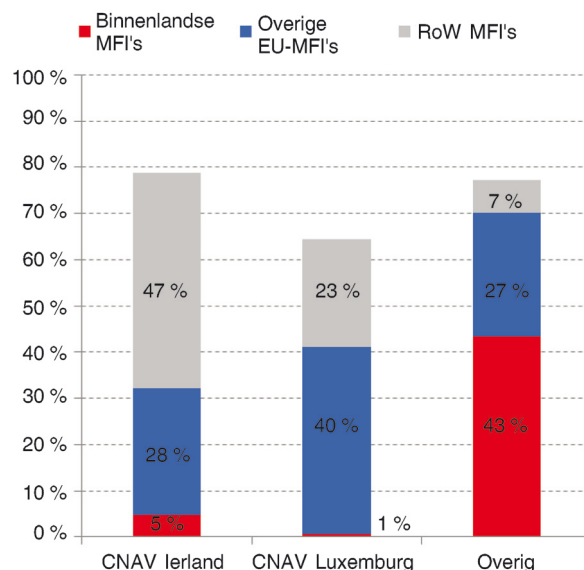
	In Duitsland, Italië en Spanje gevestigde fondsen				
	MFI's	NFV's	Overheid	OFI's	Totaal
Binnenl.	6 390	213	10 093	101	16 797
Overig EU	1 887	338	1 345	136	3 706
RvW	284	54	237	8	583
Totaal	8 561	604	11 675	245	21 086

Bron: ECSR-enquête.

N.B.: De totale dekking is 65 % van het beheerd vermogen van geldmarktfondsen in de zes rapporterende landen.

Figuur 4

Aandeel van beleggingen in MFI's op basis van geografische herkomst (%)



Bron: ECSR-enquête.

N.B.: De categorie „Overig” omvat fondsen in Frankrijk, Italië, Spanje en Duitsland plus VNAV-fondsen in Ierland en Luxemburg. De dekking is 100 % van de ECSR-enquête en circa 70 % van het totale beheerd vermogen van in de EU gevestigde geldmarktfondsen.

Wat betreft het **type activa** blijkt uit de enquête dat geldmarktinstrumenten (zoals commercial paper, depositocertificaten) de belangrijkste activacategorie in de portefeuilles van geldmarktfondsen vormen (zie **tabel 5**). Repo's met wederinkoop, die door geldmarktfondsen worden gebruikt om liquiditeit te verstrekken in ruil voor onderpand, vertegenwoordigen slechts 9 % van het totale beheerd vermogen en zijn vrijwel allemaal gesloten met andere MFI-entiteiten. Effecten op onderpand van activa (asset-backed securities — ABS) vertegenwoordigen slechts een fractie van het totale beheerd vermogen. Het aandeel van kasmiddelen (d.w.z. deposito's met geen of een onbepaalde looptijd) is 6,6 % van de activa in de steekproef; dit aandeel is hoger voor in Ierland gevestigde CNAV-fondsen (11 %) dan voor andere fondsen (bv. 2 % voor in Luxemburg gevestigde CNAV-fondsen en 2,5 % voor in Frankrijk gevestigde kortlopende VNAV-fondsen).

Tabel 5

Toewijzing van beleggingen per type fonds en instrument (%)

	Kasmiddelen	Geldmarktinstrumenten		Repo's met wederverkoop		ABS	Overheids-schulden	Overige instrumenten/niet toegewezen
			waarvan aan MFI's		waarvan aan MFI's			
1- CNAV	7,9 %	58,1 %	48,9 %	11,4 %	11,3 %	1,1 %	13,7 %	7,9 %
2- KL-VNAV	4,0 %	77,5 %	67,3 %	5,8 %	5,8 %	0,1 %	8,4 %	4,5 %
3- VNAV m.u.v. KL-VNAV)	5,3 %	66,5 %	59,1 %	5,3 %	5,2 %	0,0 %	16,1 %	7,0 %
1- Icbe's	6,4 %	62,9 %	54,1 %	9,7 %	9,6 %	0,7 %	13,2 %	7,3 %
2- Niet-icbe's	8,9 %	73,6 %	61,1 %	1,2 %	1,2 %	0,1 %	12,6 %	4,1 %
Totaal	6,6 %	63,7 %	54,7 %	9,0 %	9,0 %	0,7 %	13,1 %	7,0 %

Bron: ECSR-enquête.

N.B.: Aandeel als percentage van het totale beheerd vermogen dat door de enquête wordt bestreken. De categorie „Kasmiddelen” omvat direct opvraagbare bankdeposito's. Deposito's met een vaste looptijd zijn opgenomen in de categorie „Overige instrumenten”.

De enquête omvat ook cijfers over de **looptijd** van de activa van geldmarktfondsen; het blijkt dat CNAV-fondsen een meer conservatief liquiditeitsprofiel hebben, aangezien ze met kortere looptijden werken dan andere fondsen. Zo ligt de vervaldatum van circa 39 % (133 miljard EUR) van de activa van CNAV-geldmarktfondsen binnen een week, tegen 22 % van de activa van VNAV-fondsen (voornamelijk in Frankrijk) en 16 % van activa van overige VNAV-fondsen (zie **tabel 6**) ⁽¹⁾.

Tabel 6

Opsplitsing van activa naar type fonds en looptijdsegment van de activa (%)

	1 dag of minder/ overnight	> 1 dag; ≤ 1 week	> 1 week; ≤ 1 maand	> 1 maand; ≤ 3 maanden	> 3 maanden; ≤ 6 maanden	> 6 maanden; ≤ 1 jaar	> 1 jaar; ≤ 397 dagen	> 397 dagen (GMF's anders dan KL-GMF's)	Dekking
1- CNAV	26,3 %	12,7 %	16,9 %	26,1 %	11,5 %	6,1 %	0,3 %	0,0 %	82 %
2- KL-VNAV	16,9 %	4,8 %	18,3 %	41,0 %	13,0 %	5,9 %	0,0 %	0,0 %	100 %
3- VNAV (m.u.v. KL-VNAV)	12,4 %	3,3 %	13,5 %	32,7 %	20,4 %	16,3 %	1,5 %	2,4 %	99 %
1- Icbe's	21,9 %	8,8 %	16,7 %	30,5 %	13,4 %	8,2 %	0,5 %	0,6 %	87 %
2- Niet-icbe's	14,5 %	2,7 %	15,3 %	36,5 %	19,7 %	10,8 %	0,4 %	0,3 %	100 %
Totaal	21,1 %	8,8 %	16,5 %	30,9 %	13,8 %	8,4 %	0,5 %	0,5 %	89 %

Bron: ECSR-enquête.

N.B.: De dekking heeft betrekking op het aandeel in het totale beheerd vermogen (als vastgesteld in de enquête) waarvoor gegevens over een opsplitsing van de looptijden beschikbaar zijn. De categorie „1 dag of minder” omvat ook deposito's met geen of een onbepaalde looptijd.

Tot slot bieden de ECB-statistieken een overzicht van de fondsactiva uitgesplitst naar valuta. De cijfers in tabel 7 laten zien dat het grootste deel van de door Ierse geldmarktfondsen aangehouden activa luidt in GBP, terwijl het grootste deel van de door Luxemburgse geldmarktfondsen aangehouden activa luidt in USD. Activa die luiden in andere valuta's dan de EUR vormen een verwaarloosbaar deel van het totale beheerd vermogen van fondsen in Frankrijk, Duitsland, Italië en Spanje. Anekdotisch bewijs duidt erop dat geldmarktfondsen geen significante valutamismatches hebben.

Tabel 7

Opsplitsing van de door geldmarktfondsen in Ierland, Luxemburg en Frankrijk aangehouden activa naar valuta (miljoen EUR en %)

	Valuta waarin de activa luiden	Binnenlandse schuldeffecten van MFI's	Schuldeffecten van MFI's in andere lidstaten van het EG	Binnenlandse schuldeffecten van niet-MFI's	Schuldeffecten van niet-MFI's in andere lidstaten van het EG	Schuldeffecten buiten het EG	Deposito's buiten het EG	Overige activa	Totalen per valuta	% per valuta
Ierland	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
	Niet beschikbaar ⁽¹⁾							13 945	13 945	4,51
	Totalen per item	464	48 816	1 536	10 608	171 911	62 191	13 945	309 471	100,00

⁽¹⁾ De percentages hebben betrekking op het totale beheerd vermogen van de fondsen dat door de enquête wordt bestreken en waarvoor een opsplitsing naar looptijd beschikbaar is (bv. 81 % van het totale beheerd vermogen voor CNAV-fondsen en 100 % voor andere fondscategorieën). Deze percentages kunnen derhalve veranderen wanneer de dekking zou worden uitgebreid tot alle fondsen.

	Valuta waarin de activa luiden	Binnenlandse schuldeffekten van MFI's	Schuldeffekten van MFI's in andere lidstaten van het EG	Binnenlandse schuldeffekten van niet-MFI's	Schuldeffekten van niet-MFI's in andere lidstaten van het EG	Schuldeffekten buiten het EG	Deposito's buiten het EG	Overige activa	Totalen per valuta	% per valuta
Luxemburg	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
	Niet beschikbaar ⁽¹⁾							35 022	35 022	13,97
	<i>Totalen per item</i>	1 928	34 773	1 407	39 536	91 580	46 364	35 022	250 610	100,00
Frankrijk	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
	Niet beschikbaar ⁽¹⁾							89 757	89 757	22,70
	<i>Totalen per item</i>	155 765	46 278	31 833	31 208	39 638	864	89 757	395 343	100,00

Bron: ECB.

⁽¹⁾ De categorie „Niet beschikbaar” heeft betrekking op de posities van geldmarktfondsen in i) aandelen- en ander eigen vermogen (doorgaans verwaarloosbaar), ii) aandelen van andere geldmarktfondsen, en iii) overige activa. In het geval van Frankrijk is component ii) betekenisvol, met een omvang van circa 50 miljard EUR, voornamelijk luidend in EUR.

III.3 Overzicht van beleggers in geldmarktfondsen

De ECB-statistieken betreffende geldmarktfondsen geven niet meer dan een algemeen beeld van de samenstelling van de beleggersbasis van geldmarktfondsen, met name in het eurogebied. De ECSR-enquête vult de ECB-statistieken aan met additionele gegevens over de sectorale opsplitsing van de beleggersbasis, in het bijzonder voor beleggers buiten het eurogebied. In tabel 8 wordt een samenvatting gegeven van de geografische opsplitsing van de beleggersbasis van geldmarktfondsen naar regio en type fonds op basis van deze twee beschikbare gegevensbronnen.

Wat betreft de **geografische opsplitsing** hebben fondsen in Frankrijk, Italië en Spanje duidelijk een binnenlandse beleggersbasis, terwijl in Ierland en Luxemburg gevestigde fondsen meer op buitenlandse vraag steunen. Wat de geografische samenstelling van de beleggersbasis betreft, zijn er echter enkele discrepanties tussen de twee gegevensbronnen, met name waar het gaat om de scheiding tussen beleggers in het eurogebied/de EU en beleggers in de rest van de wereld (RvW) in het geval van in Ierland en Luxemburg gevestigde fondsen (zie **tabel 8**). Deze discrepanties kunnen het gevolg zijn van een verschillende dekking en van de objectieve moeilijkheden die fondsbeheerders ondervinden bij het indelen van hun beleggers in een regio of sector van herkomst. Volgens de gegevens van de enquête vertegenwoordigen niet in de EU gevestigde beleggers een aanzienlijk deel van de beleggersbasis van geldmarktfondsen (41 %) en is dit percentage voor Ierland nog veel hoger (70 %). Van de niet in de EU gevestigde beleggers in EU-geldmarktfondsen kiest derhalve 90 % ervoor om in CNAV-fondsen te beleggen. Tot slot zijn cijfers over de beleggersbasis van Duitse geldmarktfondsen alleen beschikbaar in de ECB-statistieken, die een overheersing van binnenlandse beleggers laten zien.

Tabel 8

Vergelijking tussen de geografische opsplitsing van beleggers in Europese geldmarktfondsen in de ECB-statistieken en in de ECSR-enquête (miljoen EUR en %)

		BINNENLAND	EUROGEB. (m.u.v. binnenl.)	EU (m.u.v. binnenl.)	RvW ⁽¹⁾	Overig	Totaal (mln EUR)	BINNENLAND	EUROGEB. (m.u.v. binnenl.)	EU (m.u.v. binnenl.)	RoW
Frankrijk	ECB	368 496	16 718	n.v.t.	2 676	7 453	395 343	93 %	4 %	n.v.t.	1 %
	Enquête	193 645	n.v.t.	2 475	67	n.v.t.	196 187	99 %	n.v.t.	1 %	0 %
Ierland	ECB	15 789	36 487	n.v.t.	252 693	4 502	309 471	5 %	12 %	n.v.t.	82 %
	Enquête	17 018	n.v.t.	71 563	202 364	n.v.t.	290 945	6 %	n.v.t.	25 %	70 %

		BINNEN- LAND	EUROGEB. (m.u.v. binnenl.)	EU (m.u.v. binnenl.)	RvW ⁽¹⁾	Overig	Totaal (mln EUR)	BIN- NEN- LAND	EURO- GEB. (m.u.v. bin- nenl.)	EU (m.u.v. bin- nenl.)	RoW
Luxem- burg	ECB	10 172	81 766	n.v.t.	152 159	6 513	250 610	4 %	33 %	n.v.t.	61 %
	Enquête	12 493	n.v.t.	92 651	79 340	n.v.t.	184 485	7 %	n.v.t.	50 %	43 %
Italië	ECB	7 820	12	n.v.t.	22	80	7 934	99 %	0 %	n.v.t.	0 %
	Enquête	7 820	n.v.t.	15	20	n.v.t.	7 854	100 %	n.v.t.	0 %	0 %
Spanje	ECB	8 860	72	n.v.t.	28	39	8 999	98 %	1 %	n.v.t.	0 %
	Enquête	8 881	n.v.t.	100	0	n.v.t.	8 981	99 %	n.v.t.	1 %	0 %
Duits- land	ECB	4 120	1 547	n.v.t.	384	26	6 077	68 %	25 %	n.v.t.	6 %
	Enquête	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
Totaal	ECB	435 941	137 229	n.v.t.	408 653	18 736	1 000 559	44 %	14 %	n.v.t.	41 %
	Enquête	239 857	n.v.t.	166 804	281 791		688 452	35 %	n.v.t.	24 %	41 %

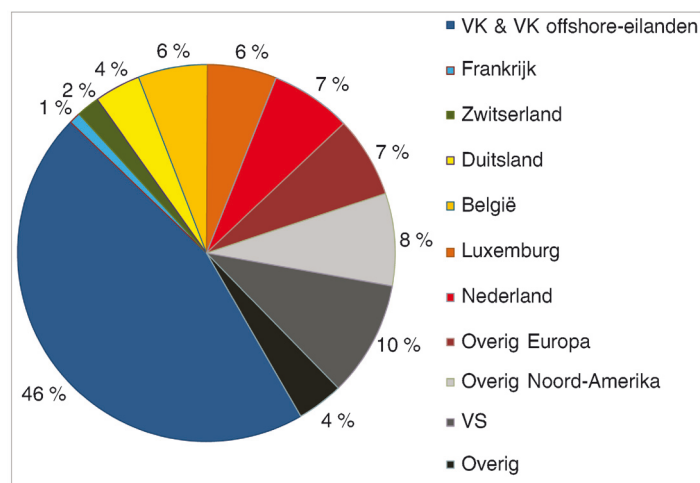
Bron: ECSR-enquête en ECB.

⁽¹⁾ Staat gelijk aan niet-ingezetenen van de EU in de ECSR-enquête en niet-ingezetenen van het eurogebied in de ECB-statistieken.

De onzekerheid rond de gegevens over de beleggersbasis wordt verder geïllustreerd door gegevens van de IMMFA, waarin het aandeel van niet in de EU gevestigde beleggers in in de EU gevestigde CNAV-fondsen veel kleiner is (zie **figuur 5**).

Figuur 5

Beleggers in bij de IMMFA aangesloten geldmarktfondsen, opgesplitst naar land (december 2010)



Bron: IMMFA (genoemd in het Occasional Paper van het ECSR, 2012).

Wanneer we kijken naar de **sectorale opsplitsing** van de in de EU gevestigde beleggersbasis van geldmarktfondsen (zie **tabel 9**), dan blijkt uit de enquête het belang van de MFI-sector als belegger (32 % van de beleggersbasis); de bedrijven-sector komt op de tweede plaats met een aandeel van 21 %, gevolgd door de sector verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen (VIPF) met 13 % en de sector overige financiële instellingen (OFI; dit zijn bv. andere beleggingsfondsen of hedgefondsen) met 12 %. Niet alleen zijn geldmarktfondsen dus belangrijke financieringsbronnen voor banken, maar banken zijn zelf ook belangrijke beleggers in geldmarktfondsen.

Tabel 9

Beleggersbasis van geselecteerde categorieën fondsen (miljoen EUR en %)

Fondstype	Rapporterende landen	TOTAAL (mln EUR)	MFI	NFV	OFI	VIPF	HH	Overige of n.v.t.	Dekking ⁽¹⁾	Gecorrigeerde dekking
1- CNAV	Ierland	272 962	37,8 %	10,7 %	22,0 %	3,2 %	0,1 %	26,3 %	100,0 %	73,7 %
	Luxemburg	141 700	48,8 %	32,5 %	1,5 %	3,1 %	13,5 %	0,6 %	88,0 %	87,5 %
2- KL-VNAV	Frankrijk	103 389	14,7 %	22,4 %	1,1 %	50,7 %	5,1 %	6,0 %	55,6 %	49,7 %
	Overige landen	35 598	21,5 %	11,2 %	31,9 %	24,7 %	1,1 %	9,5 %	100,0 %	90,5 %
3- VNAV (m.u.v. KL-VNAV)	Frankrijk	92 798	25,5 %	44,0 %	5,7 %	10,0 %	5,7 %	9,1 %	65,4 %	56,3 %
	Overige landen	44 710	8,7 %	3,0 %	5,5 %	10,2 %	55,0 %	17,5 %	100,0 %	82,5 %
1- Icbe's	Alle landen	636 383	34,4 %	20,2 %	12,7 %	10,6 %	7,1 %	15,0 %	99,4 %	84,4 %
2- Niet-icbe's	Alle landen	54 774	7,4 %	29,1 %	2,3 %	37,8 %	17,6 %	5,8 %	97,6 %	91,8 %
Totaal	Alle landen	691 157	32,2 %	20,9 %	11,9 %	12,7 %	7,9 %	14,3 %	70,6 %	56,4 %

Bron: ECSR-enquête.

⁽¹⁾ De dekking per fondstype is berekend op basis van de totalen van de volledige en de partiële rapportages. De dekking voor de totalen is berekend op basis van de totale fondspopulatie van de zes rapporterende landen volgens de gegevens van de ECB. De gecorrigeerde dekking is de nettodekking van de categorie „Overige of n.v.t.”. **De percentages in de vet gemarkeerde cellen hebben betrekking op bedragen van meer dan 20 miljoen EUR.**

Wanneer we een blik werpen op enkele **nationale specifieke kenmerken**, laten de gegevens de dominante rol van de MFI-sector als belegger voor in Luxemburg en Ierland gevestigde CNAV-fondsen zien; Ierse CNAV-fondsen zijn ook bijzonder relevant voor beleggers uit de OFI-sector buiten de EU (22 %). Verzekeringsinstellingen en pensioenfondsen zijn de belangrijkste beleggers in Franse kortlopende VNAV-fondsen. De grootste concentratie van beleggingen van niet-financiële vennootschappen (NFV's) in geldmarktfondsen is te zien in in Luxemburg gevestigde CNAV-fondsen (46 miljard EUR), in Frankrijk gevestigde VNAV-fondsen met uitzondering van kortlopende VNAV-fondsen (41 miljard EUR) en Ierse CNAV-fondsen (29 miljard EUR). Tot slot behoort de overgrote meerderheid van de beleggers in geldmarktfondsen in Spanje en Italië tot de sector huishoudens. Het totale bedrag van de beleggingen in geldmarktfondsen door huishoudens in de EU voor de zes rapporterende landen is 32 miljard EUR. Een belangrijk deel van de niet-EU-beleggers in de sector huishoudens belegt in CNAV-fondsen in Luxemburg (16 miljard EUR).

III.4 Concentratie in de sector

De concentratie in de Europese sector van geldmarktfondsen is vrij hoog. Volgens de enquête is de top tien van CNAV-fondsen in Europa — van in totaal 123 — goed voor een marktaandeel van circa 55 % (226 miljard EUR) (zie **tabel 10**). Voor de top tien van VNAV-fondsen, die op één na allemaal zijn gevestigd in Frankrijk, is dit 33 %. In het geval van niet-icbe-fondsen heeft de top tien van fondsen bij elkaar een marktaandeel van 74 % ⁽¹⁾.

Tabel 10

Concentratie op basis van de top 3, 5, 10 en 20 van fondsen voor geselecteerde categorieën fondsen (%)

Fonds	CNAV, Ierland	CNAV, Luxemburg	Frankrijk	Alle CNAV	Alle VNAV	Icbe's	Niet-icbe's	Alle fondsen
Top 3	26,10 %	65,40 %	16,70 %	27,60 %	15,10 %	16,50 %	46,10 %	12,30 %
Top 5	38,40 %	77,30 %	23,10 %	36,50 %	21,10 %	22,70 %	55,70 %	17,60 %
Top 10	64,00 %	86,80 %	35,90 %	55,50 %	32,80 %	34,40 %	73,70 %	26,80 %

⁽¹⁾ Dit is voornamelijk toe te schrijven aan een in Frankrijk gevestigd, groot VNAV-fonds dat 35 % van de niet-icbe-fondsen in de enquête voor zijn rekening neemt.

Fonds	CNAV, Ierland	CNAV, Luxemburg	Frankrijk	Alle CNAV	Alle VNAV	Icbe's	Niet-icbe's	Alle fondsen
Top 20	84,30 %	n.v.t.	50,50 %	77,60 %	48,10 %	52,20 %	88,80 %	40,60 %

Bron: ECSR-enquête.

N.B.: De percentages in de categorieën „Frankrijk” en „Alle fondsen” zijn berekend in verhouding tot het totale beheerd vermogen als gerapporteerd in de ECB-statistieken voor de rapporterende landen; voor alle categorieën geldt dat de percentages betrekking hebben op het totale beheerd vermogen van de fondsen waarvoor de bijbehorende informatie (CNAV of VNAV, icbe's of niet-icbe's) beschikbaar is, respectievelijk 89 % en 82 % van het totaal.

Een analyse van de concentratie per beheergroep laat zien dat de top vijf van groepen die in Europa geldmarktfondsen beheren verantwoordelijkheid is voor 40 % van de totale geldmarktfondsensector in de EU, en de top tien voor 54 %. De sector van de CNAV-fondsen is zelfs nog sterker geconcentreerd. De top vijf van groepen heeft een marktaandeel van 87 % in Luxemburg en van 59 % in Ierland. Wat betreft niet-icbe-fondsen beheert de top drie van marktdeelnemers in Europa circa 67 % van de activa van de sector. Van de top tien van groepen in Europa zijn er zeven verbonden met banken (waaronder vier van de top vijf), zijn er twee onafhankelijke vermogensbeheerders en behoort één groep tot een verzekeringsgroep.

Tabel 11

Concentratie van de geldmarktfondsensector op basis van het aantal fondsbeheergroepen (%)

Sponsors	CNAV, Ierland	CNAV, Luxemburg	Frankrijk	Alle CNAV	Alle VNAV	Icbe's	Niet-icbe's	Alle fondsen
Top 3	43,90 %	84,10 %	46,20 %	51,10 %	43,90 %	37,90 %	67,00 %	30,00 %
Top 5	59,30 %	86,80 %	58,60 %	61,10 %	55,70 %	47,10 %	77,00 %	40,50 %
Top 10	73,80 %	n.v.t.	71,10 %	81,60 %	70,20 %	62,30 %	91,90 %	53,60 %

Bron: ECSR-enquête.

N.B.: De percentages in de categorieën „Frankrijk” en „Alle fondsen” zijn berekend in verhouding tot het totale beheerd vermogen als gerapporteerd in de ECB-statistieken voor de rapporterende landen; voor alle categorieën geldt dat de percentages betrekking hebben op het totale beheerd vermogen van de fondsen waarvoor de bijbehorende informatie (CNAV of VNAV, icbe's of niet-icbe's) beschikbaar is, respectievelijk 89 % en 82 % van het totaal.

III.5 Afwijking CNAV-fondsen van pari

In het verleden vertoonden Europese geldmarktfondsen afwijkingen tussen hun schaduwkoers en hun constante koers (d.w.z. dat ze ongerealiseerde mark-to-market verliezen leden). Volgens de ECSR-enquête werden in een steekproef van 76 fondsen (met een totaal beheerd vermogen van 414 miljard EUR) in de periode juni 2007 - juni 2012 in 18 CNAV-fondsen afwijkingen van 10 of minder basispunten vastgesteld, en in 15 CNAV-fondsen afwijkingen van meer dan 10 basispunten (zie **tabel 12**). Bovendien hadden 13 van de 15 CNAV-fondsen waarin afwijkingen van meer dan 10 basispunten werden geconstateerd een beheerd vermogen van in totaal circa 72 miljard EUR⁽¹⁾; hiertoe behoorden drie van de tien grootste fondsen in de steekproef. Voor enkele fondsen beperkten de afwijkingen zich echter tot de kredietgebeurtenissen na de val van Lehman Brothers in 2008. Opgemerkt moet worden dat deze gegevens betrekking hebben op zowel de periode vóór als de periode na de herziening van de regelgeving voor geldmarktfondsen door het CEER/de EAEM, en dat afwijkingen die zich in deze perioden hebben voorgedaan niet kunnen worden onderscheiden van de gegevens uit de enquête.

Tabel 12

Afwijkingen van pari door CNAV-fondsen in de periode juni 2007 - juni 2012 (miljoen EUR en %)

Afwijking	Totaal	met beschikbare gegevens over de omvang			
	Aantal fondsen	Aantal fondsen	Totaal NAV	Aandeel	NAV top 3
t/m 10 bp	18	13	77,872	28,00 %	45,935
11 bp of meer	15	12	72,253	26,50 %	45,935

Bron: ECSR-enquête.

N.B.: Aantal afwijkingen van pari in de periode juni 2007 - juni 2012; dekking: 78 CNAV-fondsen (voor slechts 65 fondsen was informatie over de omvang beschikbaar).

⁽¹⁾ Voor de overige twee CNAV-fondsen zijn geen gegevens beschikbaar.

IV. AANBEVELINGEN VAN HET ECSR

IV.1 Toepassingsgebied van de aanbevelingen

De achterliggende **beleidsdoelstelling** van deze aanbevelingen is om de risico's van in de EU gevestigde geldmarktfondsen voor de financiële stabiliteit die voortvloeien uit hun bankachtige kenmerken en (in het bijzonder voor CNAV-fondsen) hun gevoeligheid voor een run door beleggers, te beperken. Tevens wordt met deze aanbevelingen beoogd een correcte en consistente tenuitvoerlegging van de relevante aanbevelingen van de IOSCO in Europa tot stand te brengen.

De Commissie heeft bekendgemaakt dat zij voornemens is Uniebrede wetgevingsmaatregelen ten aanzien van icbe's en geldmarktfondsen te ontwikkelen. In overeenstemming met het doel van een geharmoniseerde, Uniebrede tenuitvoerlegging, zijn deze aanbevelingen uitsluitend gericht tot de Commissie. De Commissie kan de Europese toezichthoudende autoriteiten — met name de EAEM — advies vragen aan in verband met de tenuitvoerlegging van de aanbevelingen van het ECSR en kan deze autoriteiten verzoeken, met het oog op een geharmoniseerde toepassing van de aanbevelingen, de noodzakelijke technische normen, richtsnoeren en aanbevelingen (met inbegrip van modelformulieren voor rapportage en informatieverstrekking) te ontwikkelen. De vaststelling van technische normen in verband met de regulering van geldmarktfondsen valt buiten het toepassingsgebied van deze bijlage.

Wat betreft de termijn voor de tenuitvoerlegging van de aanbevelingen, en in overeenstemming met het voorziene tijdschema voor de herziening van het icbe-kader, wordt de Commissie verzocht tegen eind juni 2013 en eind juni 2014 verslag uit te brengen aan het ECSR over de voortgang bij de tenuitvoerlegging van de aanbevelingen. Voor aanbeveling A worden daarnaast overgangsregelingen voorgesteld.

In overeenstemming met de aanbevelingen van de IOSCO hebben de aanbevelingen van het ECSR betrekking op in de EU gevestigde instellingen voor collectieve belegging (icb's) die aan beleggers worden aangeboden/verkocht onder vermelding van de doelstelling om de hoofdsom te behouden, dagelijks liquiditeit te verstrekken en rendementen te genereren die overeenkomen met de geldmarkttarieven. In het bijzonder hebben de aanbevelingen betrekking op fondsen die worden aangemerkt of verkocht als geldmarktfondsen of die de kenmerken van een geldmarktfonds hebben (d.w.z. dat ze ernaar streven de waarde van het kapitaal in stand te houden, dagelijks af te lossen en rendementen te genereren die overeenkomen met de geldmarkttarieven) of fondsen die op een zodanige wijze worden verkocht dat ze die indruk wekken (d.w.z. dat ze worden verkocht als kasfondsen, als liquide of liquiditeitsfondsen of als fondsen met een korte looptijd). Wanneer het type fonds niet uitdrukkelijk wordt genoemd (bv. CNAV-, VNAV-, kortlopend geldmarkt-, icbe-, niet-icbe-fonds), zijn de aanbevelingen van het ECSR bedoeld om alle typen geldmarktfondsen als hierboven omschreven te bestrijken, ongeacht hun naam of het toepasselijke wettelijke kader.

In de volgende paragrafen wordt elke afzonderlijke aanbeveling gedetailleerd besproken en worden de economische motivering ervan en een beoordeling gegeven, met inbegrip van de mogelijke voor- en nadelen en, indien mogelijk, het potentiële markteffect van de aanbeveling. Voor de beoordeling wordt uitgebreid geput uit onderzoeksdocumenten, de resultaten van een speciaal voor dit doel uitgevoerde inventarisatie van gegevens en discussies met marktdeelnemers.

IV.2 Aanbeveling A — Verplichte omschakeling naar variabele NAV

*De **Commissie** wordt aanbevolen ervoor te zorgen dat de toepasselijke wetgeving van de Unie:*

- 1. **geldmarktfondsen verplicht een fluctuerende NAV aan te houden;***
- 2. **geldmarktfondsen verplicht algemeen gebruik te maken van waardering tegen de reële waarde, en het gebruik van waardering tegen geamortiseerde kostprijs begrenst tot een beperkt aantal vooraf omschreven omstandigheden.***

IV.2.1 Economische motivering

a) Beleidsopties

Een belangrijke overweging met betrekking tot het systeemrisico van geldmarktfondsen is dat geldmarktfondsen schaduwbankentiteiten zijn die een economische functie vervullen die vergelijkbaar is met die van banken. Hoewel ze zijn onderworpen aan markttoezicht, hebben ze niet dezelfde of een gelijkwaardige juridische vorm als banken en vallen ze niet onder het wettelijke kader dat van toepassing is op banken (zie deel II).

De aanbevelingen van de IOSCO (oktober 2012), als bevestigd door de FSB, zijn bedoeld om dit probleem aan te pakken. Het raadplegingsdocument van de FSB (november 2012) over de hervorming van het schaduwbankwezen vormt een bekrachtiging van het werk van de IOSCO. In dit document wordt verklaard dat de risico's op twee manieren kunnen worden beperkt: i) door het wegnemen van de kenmerken van geldmarktfondsen die hun gevoeligheid voor runs door beleggers vergroten, d.w.z. de depositoachtige kenmerken die ze gemeen hebben met banken, of ii) door geldmarktfondsen toe te staan hun depositoachtige kenmerken te behouden, maar risicobeperkende maatregelen toe te passen op dezelfde wijze als dat gebeurt in het kader van de prudentiële bankregulering.

De eerste mogelijkheid zou vereisen dat de waarderingsmethode voor aandelen van geldmarktfondsen wordt hervormd teneinde de depositoachtige kenmerken ervan weg te nemen. Het resultaat zou moeten zijn dat de waardering van de

aandelen beter de waarde van de onderliggende activa van geldmarktfondsen weerspiegelt. Dit impliceert dat geldmarktfondsen het VNAV-model zullen moeten toepassen en algemeen gebruik zullen moeten maken van waardering tegen de reële waarde; elk voortgezet gebruik van waardering tegen de geamortiseerde kostprijs mag er niet toe leiden dat de waarde van de activa significant afwijkt van de reële waarde. Als alternatief zou het geldmarktfondsen kunnen worden toegestaan het CNAV-model te blijven gebruiken, maar onder de voorwaarde dat de regelgeving beter wordt afgestemd op de bankregulering. Met name zouden geldmarktfondsen moeten voldoen aan voorschriften die gelijkwaardig zijn aan de kapitaal-, liquiditeits- andere prudentiële eisen die van toepassing zijn op banken en die banken beschermen tegen bankruns.

Dit komt tot uiting in aanbeveling 10 van de IOSCO: „Geldmarktfondsen die een stabiele intrinsieke waarde bieden, zouden moeten worden onderworpen aan maatregelen om de specifieke risico's die aan dit kenmerk van een stabiele intrinsieke waarde zijn verbonden te verminderen en de kosten die uit deze risico's voortvloeien te internaliseren. Waar dat haalbaar is, zouden regelgevende instanties een omschakeling naar zwevende/variabele intrinsieke waarde verplicht moeten stellen. Als alternatief zouden waarborgen moeten worden ingevoerd ter versterking van de veerkracht van geldmarkten die een stabiele intrinsieke waarde aanhouden en van hun vermogen om aan aanzienlijke terugbetalingsverzoeken te voldoen.”. Voorts stelt de FSB in het hierboven genoemde raadgevingsdocument van november 2012 dat wanneer een dergelijke omzetting niet haalbaar is, de benodigde waarborgen „functioneel gelijkwaardig moeten zijn aan het effect van de kapitaal-, liquiditeits- en andere prudentiële eisen voor banken die bescherming bieden tegen runs op de bij hen gedeponeerde gelden”. In aanbeveling 4 van de IOSCO wordt bovendien verklaard dat „geldmarktfondsen bij het waarderen van de effecten die ze in hun portefeuille aanhouden, zouden moeten voldoen aan het algemene beginsel van waardering tegen de reële waarde. De methode van waardering tegen geamortiseerde kostprijs zou slechts in een beperkt aantal omstandigheden mogen worden gebruikt.”.

Bij het overwegen van een omschakeling van CNAV naar VNAV zou de nodige aandacht moeten worden geschonken aan de lopende internationale ontwikkelingen (zie deel I.1). De FSB zal naar verwachting in september 2013 de laatste hand leggen aan zijn pakket aanbevelingen inzake schaduwbankieren (FSB, november 2012). Gezien de onderlinge verstrengeling van markten en het sterke aanpassingsvermogen van het schaduwbankstelsel, kan worden gesteld dat voorstellen met betrekking tot het schaduwbankstelsel, waarvan geldmarktfondsen onderdeel zijn, alomvattend moeten zijn en dat bij een versnipperde of onvolledige aanpak spoedig arbitrage zou optreden. De FSB heeft verklaard dat hij, zodra zijn definitieve aanbevelingen gereed zijn, procedures zal ontwikkelen die ervoor moeten zorgen dat de verschillende beleidsaanbevelingen inzake schaduwbankieren naar behoren worden uitgevoerd. De FSB overweegt echter niet om de aanbevelingen inzake geldmarktfondsen zelf verder uit te werken.

In overeenstemming met de fundamentele aard van het product geldmarktfonds bestaat de geprefereerde beleidsoptie erin de beleggingskenmerken van geldmarktfondsen te versterken en hun bank/depositoachtige kenmerken terug te dringen door de verplichte omzetting van CNAV-fondsen in VNAV-fondsen. De onderliggende redenen om verder te gaan dan aanbeveling 10 van de IOSCO zijn de lagere prikkel voor beleggers om massaal gelden op te nemen, de grotere prijstransparantie en de gereduceerde onderlinge verwevenheid, zoals hieronder nader zal worden toegelicht.

b) Vermindering van risico's

Hoewel runs door beleggers zich kunnen voordoen bij alle typen fondsen die looptijd- of liquiditeitsmismatch bieden, hebben CNAV-fondsen kenmerken die erop duiden dat een belegger in perioden van marktstress mogelijk eerder zal proberen het „first-mover”-voordeel te realiseren (zie deel II.1). Een omzetting in VNAV-fondsen zal de specifieke risico's die aan CNAV-fondsen zijn verbonden en de gevolgen van een kredietgebeurtenis verminderen. Het VNAV-model kan **de prikkel voor de aandeelhouder om zijn geld op te nemen** wanneer een fonds een bescheiden verlies heeft geleden, **verminderen**. Zoals beschreven in deel II, kunnen ook kleine verliezen al een run op geldmarktfondsen veroorzaken, die zich vervolgens kan verspreiden naar andere geldmarktfondsen. Het „first-mover”-voordeel dat wordt gecreëerd door het gebruik van waardering tegen geamortiseerde kostprijs en afronding van de intrinsieke waarde, kan worden gereduceerd door aandeelhouders te dwingen een intrinsieke waarde te accepteren die de lopende verliezen weerspiegelt, waarmee de overdracht van verliezen aan de overige aandeelhouders wordt beperkt.

Het beperken van het gebruik van waardering tegen geamortiseerde kostprijs en afronding kan ook de **prijstransparantie** voor beleggers ten goede komen, aangezien dit fluctuaties in de aandelenkoersen mogelijk maakt, zoals dat ook bij andere icb's het geval is, en het begrip van beleggers van de inherente risico's van deze fondsen, en van de verschillen tussen deze fondsen en deposito's, kan vergroten. Dit kan leiden tot lagere verwachtingen bij beleggers ten aanzien van de kwetsbaarheid van geldmarktfondsen voor verliezen en tot vermindering van het potentiële risico van een run wanneer fondsen er niet in slagen aan deze verwachtingen te voldoen. Veelal zijn regelmatige fluctuaties te verwachten, die door beleggers daarom ook zullen worden geaccepteerd, zoals dat ook voor andere beleggingsproducten geldt, omdat dalingen van de marktprijzen niet noodzakelijkerwijs een signaal zullen zijn van een naderende ingebrekeblijving als gevolg van een te lage koers van de effecten in de portefeuille ⁽¹⁾. Het VNAV-model kan de onzekerheid over de kwaliteit van de activa in de portefeuille verminderen, aangezien deze tot uiting zal komen in de intrinsieke waarde.

⁽¹⁾ Zo vonden in de zomer van 2011 fluctuaties plaats in de waarde van Europese VNAV-geldmarktfondsen, als weerspiegeling van de marktomstandigheden en de toegenomen volatiliteit. Ondanks deze fluctuaties was het effect op de aflossingen gering, wat erop wijst dat beleggers tijdelijke variaties (ook negatieve) in de intrinsieke waarde van hun fondsen accepteren.

Aangenomen mag worden dat geldmarkten die in effecten met zeer korte looptijden met minder krediet- en renterisico beleggen, dit lagere risico zullen laten zien via een minder fluctuerende intrinsieke waarde. Beleggers zullen de dagelijkse waardefluctuaties in verschillende marktomstandigheden met elkaar kunnen vergelijken, en deze informatie zal beleggers helpen besluiten te nemen die beter aansluiten op hun risico-rendementsvoorkeuren.

Ook als het eerder genoemde „first-mover”-voordeel kan worden gereduceerd, kan de prikkel om eerder uit te stappen dan anderen blijven bestaan, zij het in mindere mate. Een geldmarktfonds heeft geen dagelijkse liquiditeit van 100 %, zodat zich extreme gevallen zouden kunnen voordoen waarin niet aan de verplichtingen jegens de beleggers kan worden voldaan. Vandaar dat beleggers bij zeer hoge aflossingen nog steeds een prikkel kunnen hebben om snel hun gelden op te nemen (zoals voor elk beleggingsfonds geldt), omdat latere aflossingen het fonds kunnen dwingen om minder liquide activa te verkopen en mogelijk verliezen te leiden. Ook de onzekerheden over de waardering van activa waarmee VNAV-fondsen gepaard gaan, kunnen bijdragen tot het risico van runs.

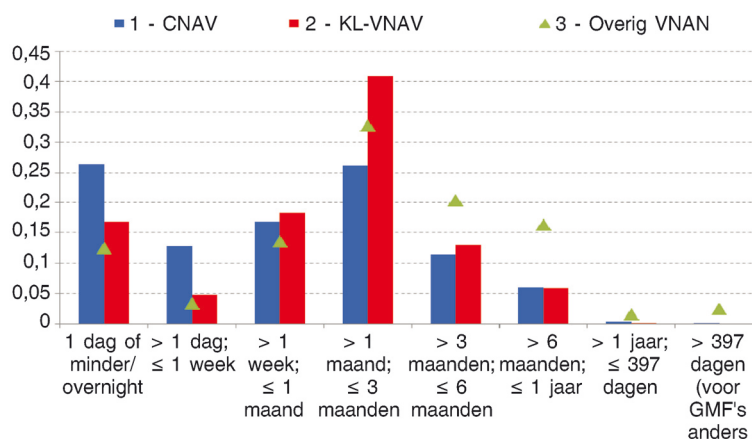
Om deze risico's verder terug te dringen, ook met betrekking tot VNAV-fondsen, gaat de aanbeveling ook in op de waardering van afzonderlijke instrumenten. In algemene zin zouden geldmarktfondsen ervoor moeten zorgen dat de activa worden gewaardeerd tegen lopende marktprijzen, mits deze prijzen beschikbaar, betrouwbaar en actueel zijn. Wanneer marktprijzen niet beschikbaar of betrouwbaar zijn, zouden fondsen de effecten die ze in hun portefeuille aanhouden in het algemeen moeten waarderen met behulp van waarderingmodellen die zijn gebaseerd op de feitelijke rendementscurve en de spreads tussen emittenten.

De aanbeveling houdt geen volledig verbod op waardering tegen geamortiseerde kostprijs in. Indien waardering tegen geamortiseerde kostprijs blijft toegestaan, moeten echter krachtige waarborgen van toepassing zijn om het risico van inadequate waardering te minimaliseren. In overeenstemming met de aanbevelingen van de IOSCO zou waardering tegen geamortiseerde kostprijs alleen moeten worden gebruikt wanneer deze methode geacht wordt een correcte benadering van de prijs van het instrument mogelijk te maken.

Aan het gebruik van de geamortiseerde kostprijsmethode zouden restricties moeten worden gesteld met betrekking tot de resterende looptijd van het instrument, aangezien dit het risico op discrepanties tussen de CNAV-koers en de feitelijke koers van een geldmarktfonds aanzienlijk zou verkleinen. Hoewel de IOSCO een maximum van 90 dagen aanbeveelt, kunnen instrumenten met een nog kortere resterende looptijd aanleiding kunnen geven tot gevoeligheid voor het rente- en kredietrisico. In dit verband moet worden opgemerkt dat Europese geldmarktfondsen (met name CNAV-fondsen) een hoog percentage aan activa met een resterende looptijd van minder dan 90 dagen aanhouden (zie **figuur 6**). In de VS staat de SEC (1977) waardering tegen geamortiseerde kostprijs in beleggingsfondsen alleen toe bij een resterende looptijd van 60 dagen of minder, in combinatie met aanvullende waarborgen⁽¹⁾. Zelfs als alle restricties cumulatief zouden worden toegepast, zou daarom bij een maximum van 90 dagen het risico bestaan dat er uitgebreid gebruik zou worden gemaakt van waardering tegen geamortiseerde kostprijs. Voor een CNAV-fonds kan een verkeerde prijsvorming van zelfs maar 0,5 % van de activa al leiden tot prikkels om uit te stappen, omdat beleggers kunnen proberen hun aandelen tegen nominale waarde te gelde te maken voordat het fonds deze nominale waarde niet meer kan waarmaken.

Figuur 6

Looptijdprofiel van activa per fondstype (%)



Bron: ECSR-enquête.

N.B.: De categorie „1 dag of minder” omvat ook deposito's met geen of een onbepaalde looptijd. De dekking van CNAV-fondsen is 82 % van het beheerd vermogen.

⁽¹⁾ Op dit moment staat voorschrift (Rule) 2a-7 een afwijking van deze algemene regel toe voor geldmarktfondsen, die waardering tegen geamortiseerde kostprijs en afronding mogen gebruiken zonder deze beperking. Volgens de FSOC (2012) zou een omschakeling naar VNAV het schrappen van deze uitzondering noodzakelijk maken en zouden geldmarktfondsen derhalve verplicht moeten worden hun portefeuilles op dezelfde wijze te waarderen als alle andere beleggingsfondsen, waarbij waardering tegen geamortiseerde kostprijs uitsluitend zou mogen plaatsvinden indien de resterende looptijd 60 dagen of minder bedraagt en aan andere, aanvullende voorwaarden is voldaan.

Aanbeveling B inzake liquiditeitseisen heeft ook betrekking op VNAV-fondsen en zou het risico van runs verder moeten verminderen. Erkend moet echter worden dat de risico's weliswaar naar alle waarschijnlijkheid kleiner zullen worden, maar dat het risico van runs niet volledig kan worden weggenomen omdat geldmarktfondsen looptijdtransformatie uitvoeren.

Tot slot kan aanbeveling A helpen het systeemrisico dat verband houdt met de **onderlinge verwevenheid** van sponsors van geldmarktfondsen te beperken, aangezien fluctuaties in de VNAV het vertrouwen van beleggers op impliciete en discretionaire sponsorondersteuning zouden kunnen verminderen. Dit omdat sponsors van VNAV-fondsen minder prikkels hebben om in te stappen teneinde de aandelenkoers te stabiliseren.

IV.2.2 Beoordeling

a) Mogelijke effecten

Alle beleidsopties met betrekking tot geldmarktfondsen dienen grondig te worden beoordeeld in verband met de potentiële effecten ervan voor de financiële stabiliteit en de werking van de markt. De beleidsoptie die momenteel internationaal het meest wordt besproken, is de verplichte omschakeling van CNAV- naar VNAV-fondsen. Gezien de internationale vervlechtingen die geldmarktfondsen creëren, zou een wereldwijde onderlinge afstemming van regelgevende maatregelen de optimale oplossing zijn. Op de datum van dit verslag is het onbekend of in de Verenigde Staten ('s werelds grootste markt voor geldmarktfondsen) in de overzienbare toekomst verdere hervormingen van de regelgeving zullen worden doorgevoerd. Tegelijkertijd worden op dit moment in Europa wetgevingsinitiatieven voor aanpassingen aan het icbe-kader genomen, wat een kans kan bieden om maatregelen in te voeren die de aan geldmarktfondsen verbonden systeemrisico's (zie deel I) verder verkleinen.

Enerzijds zouden de gevolgen van een (unilaterale) verplichte omschakeling naar VNAV door Europese geldmarktfondsen voor de Europese geldmarktfondsensector mogelijk weinig om het lijf hebben, aangenomen dat beleggers in CNAV-fondsen niet gevoelig zijn voor de feitelijke indeling van een fonds en zich vooral laten leiden door de waarde van de onderliggende activa. Anderzijds zou er een plotselinge uitstroom uit Europese CNAV-fondsen naar andere jurisdicties of alternatieve producten op gang kunnen komen. Dit zou ernstige gevolgen kunnen hebben voor de prijzen en de beschikbaarheid van kortlopende financiering voor Europese kredietnemers, met name banken.

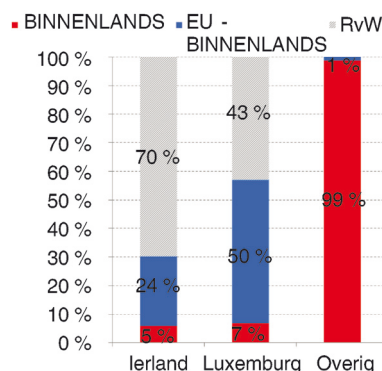
Tijdens een door het ECSR georganiseerde rondetafel met belanghebbende partijen uit de private sector stelde een aantal marktdeelnemers dat de vraag van de zijde van Europese beleggers waarschijnlijk niet zou dalen, maar dat het effect groter zou zijn buiten de EU, met name in de VS, waar beleggers specifiek worden aangetrokken door het CNAV-kenmerk. Een daling van de vraag vanuit de VS zou in potentie aanzienlijk kunnen zijn als in de VS in de nabije toekomst niet een soortgelijke hervorming van de regelgeving wordt ondernomen of verwacht. Hoewel het bijzonder moeilijk is om het effect van een mogelijk unilaterale omschakeling naar VNAV in Europa in te schatten, niet in de laatste plaats vanwege de onzekerheden omtrent het gedrag van beleggers, wordt in deel II een aantal nuttige gegevens verstrekt die althans een indicatie kunnen geven.

CNAV-fondsen hebben substantiële uitzettingen van in totaal 161 miljard EUR op niet-EU-MFI's, tegen 146 miljard EUR op in de EU gevestigde MFI's. Het grootste deel hiervan komt voor rekening van Ierse fondsen (128 miljard EUR, 47 % van het totale beheerd vermogen). Ook de grensoverschrijdende uitzetting van Ierse CNAV-fondsen aan MFI's binnen de EU is omvangrijk (75 miljard EUR). Voor Luxemburg geldt dat de uitzetting op in de EU gevestigde MFI's (58 miljard EUR) hoger is dan die op niet in de EU gevestigde MFI's (33 miljard EUR), hoewel de dekking in dit geval lager is en deze cijfers de werkelijke uitzettingen mogelijk onderschatten. In potentie zou derhalve 146 miljard EUR aan financiering voor Europese MFI's negatief kunnen worden beïnvloed door een verplichte omschakeling naar VNAV, hoewel het waarschijnlijk is dat een deel van deze financiering in Europese MFI's zou blijven worden belegd, bijvoorbeeld door middel van directe posities in door Europese banken uitgegeven effecten of door middel van bankdeposito's.

De geografische opsplitsing van beleggers in geldmarktfondsen is omgeven met onzekerheid, zoals wordt geïllustreerd door de verschillen tussen de ECB-statistieken en cijfers van de ad-hocenquête van het ECSR (zie **tabel 9** in deel III.3). CNAV-fondsen zijn voornamelijk gevestigd in Ierland en Luxemburg, en in tabel 9 in deel III.3 wordt informatie verstrekt over de geografische en sectorale opsplitsing van hun beleggersbasis (zie ook **figuur 7** en **figuur 8** hieronder).

Figuur 7

Geografische opsplitsing van beleggers in geldmarktfondsen (%)

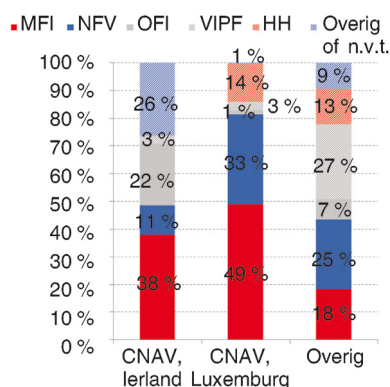


Bron: ECSR-enquête.

N.B.: De categorie „Overig” omvat fondsen uit Frankrijk, Duitsland, Italië en Spanje. De dekking is 100 % van de ECSR-enquête en circa 70 % van het totale beheerd vermogen van in de EU gevestigde geldmarktfondsen.

Figuur 8

Sectorale opsplitsing van beleggers in geldmarktfondsen (%)



Bron: ECSR-enquête.

N.B.: De categorie „Overig” omvat fondsen uit Frankrijk, Duitsland, Italië en Spanje, plus VNAV-fondsen uit Ierland en Luxemburg. De dekking is 100 % van de ECSR-enquête en circa 70 % van het totale beheerd vermogen van in de EU gevestigde geldmarktfondsen.

Volgens de resultaten van de ECSR-enquête is het aandeel van niet-EU-beleggers in Ierse geldmarktfondsen 70 % van het totaal (of 202 miljard EUR) (zie **figuur 7**). Volgens de ECB-statistieken, die de hele populatie van geldmarktfondsen omvatten, is het aandeel van beleggers van buiten het eurogebied 82 % (of 253 miljard EUR). Het is evenwel niet plausibel dat beleggers uit het Verenigd Koninkrijk en andere EU-lidstaten buiten het eurogebied slechts 51 miljard EUR (het verschil tussen de twee cijfers) voor hun rekening nemen, terwijl in GBP luidende fondsen in Ierland goed zijn voor circa 134 miljard EUR. Hoewel geen precies cijfer beschikbaar is, zou het cijfer uit de ECSR-enquête (202 miljard EUR) als de bovengrens van een interval kunnen worden beschouwd; de ondergrens zou kunnen worden afgeleid uit de ECB-statistieken als de totale RvW-sector minus de totale waarde van in GBP luidende fondsen (d.w.z. 119 miljard EUR, ofwel 253 miljard EUR minus 134 miljard EUR). Alles bij elkaar genomen zou het aandeel van beleggers uit de rest van de wereld in Ierland derhalve kunnen worden geraamd op elk bedrag tussen 119 miljard EUR en 202 miljard EUR. Volgens de enquête beleggen deze beleggers primair in CNAV-fondsen (84 %).

Wat betreft Luxemburg zorgden de gegevens van de enquête slechts voor een partiële dekking van de beleggersbasis van geldmarktfondsen, namelijk circa 74 % van alle belegde gelden. Volgens deze cijfers vertegenwoordigt de sector RvW (d.w.z. alles buiten de EU) circa 79 miljard EUR, of 43 % van de totale beleggersbasis. Het vergelijkbare cijfer in de ECB-statistieken, dat echter ook beleggers in het Verenigd Koninkrijk omvat, is 152 miljard EUR, of 61 % van de beleggersbasis. Ook na aftrek van in GBP luidende fondsen in Luxemburg (equivalent aan circa 20 miljard EUR) blijft de bandbreedte tussen de twee cijfers vrij groot (van 79 miljard EUR tot 132 miljard EUR).

Voor CNAV-fondsen zijn alleen cijfers uit de ECSR-enquête beschikbaar. Volgens deze bron zijn beleggers van buiten de EU goed voor 257 miljard EUR of 62 % van de totale beleggersbasis. Nochtans vormt dit cijfer vermoedelijk een overschatting, gezien de onzekerheid omtrent de herkomst van beleggers.

Al met al bestaat er derhalve, volgens de resultaten van de ECSR-enquête, een potentiële vraag van 257 miljard EUR (of 25 % van het totaal) door beleggers van buiten de EU, die mogelijk specifiek worden aangetrokken door het CNAV-kenmerk; helaas staat de geografische opsplitsing van de beleggersbasis geen identificatie van de categorie van Amerikaanse beleggers toe. Indien een omschakeling naar VNAV zou leiden tot het vertrek van deze beleggers, zou daarom in potentie een kwart van het totale beheerd vermogen van Europese geldmarktfondsen kunnen worden teruggetrokken. Dit kan ook gevolgen hebben voor de financiering van MFI's. Omdat CNAV-fondsen echter voornamelijk buiten de EU beleggen (zie **tabel 4** in deel III.2), zal het effect op Europese MFI's mogelijk geringer zijn. Bovendien is het waarschijnlijk dat het aandeel van niet-EU-beleggers in de enquête sterk wordt overschat. Volgens gegevens van de IMMFA kan 10 %, of circa 40 miljard EUR, worden toegeschreven aan beleggers uit de VS; het directe gevolg van het vertrek van deze beleggers zou derhalve vrij beperkt blijven.

b) Overgangsregelingen

In geval van een verplichte omschakeling naar VNAV zouden om verschillende reden overgangsregelingen nodig zijn. In de eerste plaats zou de omzetting van CNAV in VNAV zowel voor beheerders als beleggers een operationele uitdaging kunnen worden, omdat IT- en back-officesystemen mogelijk zullen moeten worden geherstructureerd. In de tweede plaats zouden er, indien de prevalerende CNAV afwijkt van de VNAV, omvangrijke geldopnamen kunnen plaatsvinden door beleggers die potentiële verliezen vóór willen zijn. Daarom wordt aanbevolen om voor bestaande geldmarktfondsen een voldoende lange overgangsperiode vast te stellen waarin de CNAV kan worden blijven gebruikt terwijl de noodzakelijke aanpassingen worden doorgevoerd. De overgangsperiode voor bestaande CNAV-fondsen zou ten minste twee jaar kunnen bedragen, gerekend vanaf de definitieve publicatie van de toepasselijke voorschriften. Bovendien zouden geldmarktfondsen de omschakeling naar VNAV moeten bekendmaken en de effecten ervan zorgvuldig moeten toelichten, geruime tijd voordat de verandering wordt doorgevoerd. Dit zou ook beleggers voldoende tijd moeten bieden om rekening te houden met de hervormingen die geldmarktfondsen mogelijk moeten doorvoeren in de VS, wat zou helpen om de zorgen over front-running weg te nemen.

c) Kapitaaleisen als mogelijk alternatief

Grondgedachte

De FSB (november 2012) heeft als alternatief voorgesteld om, indien een omschakeling naar VNAV niet haalbaar is, eisen op te leggen die hetzelfde effect hebben als prudentiële bankregulering. Indien er geen Europese wetgeving zou komen die de omschakeling van CNAV naar VNAV voor geldmarktfondsen verplicht stelt, zouden strikte waarborgen, waaronder kapitaaleisen, moeten worden toegepast die aansluiten bij de bankregulering.

Hieronder ligt de focus op kapitaaleisen. De onderliggende reden voor het opleggen van formele kapitaaleisen is dat er, conceptueel gezien, parallellen bestaan tussen CNAV-fondsen en bankdeposito's (die worden beschermd via de kapitaaleisen voor banken). Het doel van het opleggen van kapitaaleisen aan CNAV-fondsen is het vergroten van hun vermogen om verliezen te dragen (die kunnen voortvloeien uit ingebrekeblijving of uit de verkoop van activa om te voldoen aan aflossingsverzoeken) die de stabiele waarde per aandeel kunnen bedreigen. Het systeemrisico dat aan deze fondsen is verbonden, kan hiermee worden verkleind, omdat zowel het „first-mover“-voordeel als de motivatie van beleggers om in perioden van stress gelden op te nemen zou worden verkleind, zolang ze verwachten dat de verliezen kleiner zijn dan de omvang van de kapitaalbuffer⁽¹⁾.

Behalve dat aan CNAV-fondsen kapitaaleisen zouden kunnen worden opgelegd, zouden CNAV-fondsen kunnen worden verplicht een beperkte bankvergunning aan te vragen (zie Europees Parlement, 2012). Dit zou ervoor zorgen dat CNAV-fondsen worden onderworpen aan bankachtige prudentiële regulering — met name ten aanzien van het kapitaal. Voorts zouden deze entiteiten hierdoor kunnen profiteren van depositoverzekeringsregelingen en van liquiditeitsfaciliteiten van centrale banken, zoals banken dat ook doen.

Mogelijke modellen

Op internationaal niveau worden momenteel twee mogelijke ontwerpen voor kapitaaleisen besproken: i) een door beleggers gefinancierde NAV-buffer, en ii) kapitaaleisen voor de beheerder. Beide modellen zullen hieronder nader worden toegelicht.

i) Door de markt gefinancierde NAV-buffer

Het eerste alternatief zou een NAV-buffer zijn, waarbij het geldmarktfonds op fondsniveau een kapitaalreserve aanlegt door een deel van zijn inkomsten in te houden als potentieel vangnet voor verliezen. De hoogte van een minimumbuffer zou wettelijk kunnen worden vastgesteld, en het fonds zou kunnen stoppen met het inhouden van inkomsten zodra deze minimumbuffer is bereikt. Dit concept heeft echter diverse nadelen (zie IOSCO, oktober 2012).

⁽¹⁾ Zie bijvoorbeeld Gordon en Gandia (2012); Squam Lake Group (2011); FSOC (2012).

Het kost tijd om een voldoende grote reserve aan te leggen, en het opbouwen van een buffer over een langere periode zou het nut ervan tijdens de overgangperiode sterk beperken. Een kleinere buffer kan sneller worden opgebouwd, maar het nut daarvan zou beperkt zijn; dit zou zelfs de onjuiste indruk kunnen wekken dat verliezen van beleggers een grotere bescherming genieten dan ze feitelijk doen, waardoor het systeemrisico zou kunnen toenemen. In de huidige omgeving van lage rentevoeten zou het opbouwen van een substantiële buffer bovendien zeer moeilijk te verwezenlijken zijn.

Daarnaast zou het opbouwen van een buffer kunnen leiden tot een overdracht van voordelen van bestaande aandeelhouders, die bijdragen aan de aanleg van de buffer, aan toekomstige aandeelhouders, die daar later voordeel uit zouden kunnen halen.

Omdat de buffer rechtstreeks en in negatieve zin van invloed is op het rendement dat het fonds kan bieden, kunnen beleggingen in het geldmarktfonds minder aantrekkelijk worden en kan de beleggersvraag afnemen. Fondsen zouden de markt kunnen verlaten om geen buffer te hoeven aanleggen, waardoor de omvang van de sector en de beschikbaarheid van een belangrijke bron van kortlopende financiering zouden afnemen.

Tot slot zouden beheerders/sponsors geen financieel aandeel in de buffers hebben, aangezien de aandeelhouders van het fonds daarvoor de middelen verstrekken, waardoor hun prikkel om prudentieel risicobeheer toe te passen mogelijk zou worden verlaagd.

ii) Kapitaaleisen voor de sponsor/uitdrukkelijke garantie door de sponsor

Het tweede alternatief zou zijn om beheerders/sponsors van geldmarktfondsen te verplichten zich uitdrukkelijk te verbinden aan de financiële ondersteuning die vaak impliciet wordt verondersteld. Een dergelijke expliciete verbintenis zou de (op dit moment discretionaire) ondersteuning waarop geldmarktfondsen in het verleden vaak leunden tot een verplichting maken en de beheerder/sponsor dwingen de daaraan gerelateerde kosten te internaliseren. Een expliciete verbintenis is redelijk omdat, zoals in deel II.2 is toegelicht, een van de bronnen van systeemrisico die aan geldmarktfondsen verbonden zijn de discretionaire aard van de ondersteuning door een sponsor is.

De beheerders van geldmarktfondsen, of in meer algemene zin de sponsors, zouden kunnen worden verplicht een externe zekerheidsstelling te creëren of te financieren die de verliezen van het geldmarktfonds absorbeert. Het kapitaal zou buiten het geldmarktfonds worden aangehouden en eigen vermogen van de sponsor/garant zijn, en geen verplichting van het geldmarktfonds. Beleggers zouden indirect bijdragen, bijvoorbeeld via hogere kosten/vergoedingen, die de beleggersvraag zouden kunnen verminderen. Een alternatief zou zijn dat de beheerder/sponsor een uitdrukkelijke garantie verstrekt, op voorwaarde dat de beheerder/sponsor een gereguleerde entiteit is die is onderworpen aan prudentiële kapitaaleisen.

Omvang

Een kapitaalbuffer/eis zou hoog genoeg moeten zijn om substantiële bescherming tegen verliezen te bieden en daarmee het risico van een run door beleggers effectief te verkleinen. Anders zouden er voor aandeelhouders in een fonds waarvan de perceptie is dat het risico bestaat dat er verliezen worden geleden die groter zijn dan de kapitaalbuffer, of in een fonds waarvoor geldt dat er onzekerheid is ontstaan over het vermogen van de garant om ondersteuning te geven, vergelijkbare prikkels bestaan om hun geld op te nemen. De kapitaaleis voor de expliciete garantie door sponsors zou, met name indien het CNAV-model zou worden gehandhaafd, consistent moeten zijn met de respectieve wettelijke kapitaaleisen voor banken.

De **Squam Lake Group** (2011) heeft voorgesteld om bij het vaststellen van de omvang van de vereiste buffer uit te gaan van de bedragen die sponsors in het verleden hebben bijgedragen om te voorkomen dat CNAV-fondsen hun constante waarde niet konden garanderen. Zo zou een buffer van ten minste 0,03 USD per aandeel nodig zijn geweest in de periode van twee dagen na het faillissement van Lehman Brothers, toen het Reserve Primary Fund een minimumaandelenkoers van 97 cent meldde.

De **FSOC** (2012) heeft voorgesteld om de buffer af te stemmen op de risicograad van de activa van het fonds, waarbij de volgende buffervereisten van toepassing zouden moeten zijn: i) geen buffervereiste voor kasmiddelen, treasury-effecten en treasury-repo's (repo's op onderpand van alleen kasmiddelen en treasury-effecten), ii) een buffervereiste van 0,75 % voor overige dagelijkse liquide activa (of voor wekelijkse liquide activa, in het geval van fondsen met een belastingvrijstelling), en iii) een buffervereiste van 1,00 % voor alle overige activa. De NAV-buffer wordt aangehouden bovenop de activa die nodig zijn om de aandelenkoers van het CNAV-fonds te stabiliseren. Voorts vermeldt de FSOC dat hoewel geldmarktfondsen in de regel beleggen in effecten met een lager risico, de ervaring heeft geleerd dat fondsen verliezen kunnen lijden die het niveau van de hierboven genoemde NAV-buffer van 1 % overschrijden. Daarom heeft de FSOC een alternatief voorgesteld in de vorm van een buffer van maximaal 3 % (ook weer afhankelijk van de samenstelling van de activa). Bovendien omvatten de voorstellen van de FSOC het idee van een „minimum-Balance at Risk”, een percentage van de waarde van de balans dat zonder vertraging beschikbaar zou zijn voor aflossingen.

De **IOSCO** gebruikt als voorbeeld een minimum van 50 basispunten voor de NAV-buffer waarmee de verschillen tussen de mark-to-marketwaarde en de nominale waarde moeten worden gedekt. Het effect van een buffer van deze omvang zou echter niet, zoals de **FSB** graag zou zien (november 2012), functioneel gelijkwaardig zijn aan dat van de kapitaaleisen voor banken. In het **kapitaalkader van Bazel III** moeten banken voldoende kapitaal aanhouden om te voldoen aan twee

eisen: een op risico gebaseerde kapitaaleis en een eis ten aanzien van de hefboomfinanciering („leverage”). Deze laatste eis houdt in dat het eigen vermogen ten minste 3 % van de activa van de bank moet bedragen (zie het Bazelse Comité voor banktoezicht, 2010, punt 153). Vandaar dat een consolidatie van de activa van geldmarktfondsen in de balans van de garant staande bank een kapitaaleis van 3 % van de intrinsieke waarde van het geldmarktfonds impliceert. Om consistent met de prudentiële bankregulering te blijven, zou daarom een algemene kapitaalbuffer van 3 % moeten worden overwogen. Deze vereiste zou van toepassing moeten zijn ongeacht of de kapitaaltoezegging wordt gedaan door banken, of, indien dit is toegestaan, door de beheerder of een derde. Daarbij dient echter te worden opgemerkt dat de door het Bazelse Comité voorgestelde hefboomfinancieringsratio van 3 % is onderworpen aan een parallelle toepassingsperiode die loopt van januari 2013 tot januari 2017, waarna de ratio verder zou kunnen worden aangepast.

Risico's

Aan het alternatief van het opleggen van kapitaaleisen zijn verschillende risico's verbonden. In de eerste plaats zou de eis **significante implicaties voor het door de beheerder/sponsor aan te houden kapitaal** hebben. Als we het kapitaalkader van Basel III als referentie nemen, zou ten minste 3 % van de intrinsieke waarde van geldmarktfondsen moeten worden aangehouden, zoals hierboven is opgemerkt. Volgens schattingen van enkele leden van het ECSR kan het aanhouden van een kapitaalbuffer van 3 % van alle activa van CNAV-geldmarktfondsen die worden beheerd binnen bankgroepen sommige Europese banken zo veel als een half procentpunt van hun gewone eigen vermogen kosten (aangenomen dat deze kapitaalbuffer voor de sponsorende bank een boekhoudkundig activum zou zijn en volledig in mindering kan worden gebracht op haar uit eigen aandelen bestaand kapitaal).

Voorts zou het vereisen van een uitdrukkelijke verbintenis **de onderlinge verwevenheid** in het financiële systeem (met name met het bankensysteem) kunnen **vergroten**, vooral wanneer meer systeemrelevante sponsors beter in staat zijn het kapitaal te financieren. Het tegenargument luidt dat in plaats van de onderlinge verwevenheid te vergroten, kapitaaleisen niet meer zouden doen dan verbanden die reeds bestaan, als gevolg van de impliciete ondersteuningsrelaties, doorzichtiger maken. Dit zou beleggers in zowel banken als geldmarktfondsen helpen de risico's die ze dragen beter te begrijpen. De sector van de CNAV-geldmarktfondsen in Europa is echter al in significante mate **geconcentreerd** (zie deel III.4). De tenuitvoerlegging van kapitaaleisen voor CNAV-fondsen of hun sponsors zou waarschijnlijk leiden tot een consolidatie binnen de sector, wat zou resulteren in een grotere concentratie van risico's.

Omdat het waarschijnlijk is dat beleggers zullen bijdragen aan kapitaalbuffers/eisen, althans indirect via hogere kosten/vergoedingen, zou ook een **teruglopende beleggersvraag** een gevolg kunnen zijn. Wat betreft het potentiële effect op de bankfinanciering, moet eraan worden herinnerd dat Europese CNAV-geldmarktfondsen financiering verstrekken aan Europese MFI's ten belope van circa 146 miljard EUR.

Hoewel expliciete verbintenissen de voorkeur moeten hebben boven impliciete verbintenissen, om redenen van stabiliteit en transparantie, lijkt de omzetting van CNAV-fondsen in VNAV-fondsen, en niet het opleggen van uitdrukkelijke kapitaaleisen, de beste beschikbare oplossing. Kapitaalbuffers zijn niet in overeenstemming met het fundamentele kenmerk van een beleggingsfonds, waarin beleggers het beleggingsrisico dragen; Bovendien zouden ze **het onderscheid met banken verder kunnen doen vervagen**.

IV.3 Aanbeveling B — Liquiditeitseisen

*De **Commissie** wordt aanbevolen ervoor te zorgen dat de toepasselijke wetgeving van de Unie:*

1. *de bestaande liquiditeitseisen voor geldmarktfondsen aanvult door uitdrukkelijk minimumbedragen vast te stellen voor de dagelijkse en wekelijkse liquide activa die geldmarktfondsen moeten aanhouden;*
2. *de verantwoordelijkheid van de fondsbeheerders met betrekking tot de bewaking van het liquiditeitsrisico versterkt;*
3. *waarborgt dat de nationale toezichthoudende autoriteiten en fondsbeheerders over effectieve instrumenten beschikken, zoals de tijdelijke opschorting van aflossingen, om in tijden van stress als gevolg van fondsspecifieke en marktbrede ontwikkelingen liquiditeitsbeperkingen op te vangen.*

IV.3.1 Economische motivering

a) Verbeteren van de robuustheid van geldmarktfondsen

Aanbeveling B volgt de aanbevelingen van de IOSCO inzake liquiditeitsbeheer. Aanbeveling 7 van de IOSCO luidt als volgt: „Geldmarktfondsen dienen een minimumbedrag aan liquide activa aan te houden om hun vermogen om aflossingen te verrichten te versterken en paniekverkopen te voorkomen.”.

Zoals eerder is opgemerkt (deel I.2), is het wettelijke kader van de EU voor liquiditeitsrisicobeheer reeds sterk. In artikel 1 van de icbe-richtlijn is onder meer het algemene beginsel neergelegd dat een icbe eenheden terugbetaalt op verzoek van de houders. In het geval van geldmarktfondsen bepalen de CEER/EAEM-richtsnoeren dat geldmarktfondsen beleggers dagelijks liquiditeit moeten verstrekken en hun liquiditeit volgens dit beginsel moeten beheren. In de CEER/EAEM-richtsnoeren voor geldmarktfondsen worden ook grenzen gesteld aan de gewogen gemiddelde resterende looptijd (WAL) en de gewogen gemiddelde looptijd (WAM), die het liquiditeitsbeheer inperken en beheerders dwingen om liquide activa aan te houden.

In tegenstelling tot andere bestaande regelgeving, met name die van de VS, zijn in de Europese wetgeving echter geen uitdrukkelijke ratio's opgenomen voor de minimumbedragen aan liquide activa die geldmarktfondsen moeten aanhouden. In dit verband moet worden opgemerkt dat het Europees Parlement (2012) de Commissie heeft verzocht zich nader te beraden over de eventuele invoering van specifieke liquiditeitsvoorschriften voor geldmarktfondsen, waarbij minimum-eisen worden vastgesteld voor overnight, week- en maandliquiditeitsfaciliteiten ⁽¹⁾.

Liquide activa helpen geldmarktfondsen om zich terugtrekkende aandeelhouders te betalen en paniekverkopen van activa die op verlies staan te voorkomen, en daarmee ook om besmettingseffecten op andere fondsen die vergelijkbare effecten aanhouden tegen te gaan. Dienovereenkomstig wordt aanbevolen uitdrukkelijk minimumbedragen voor dagelijkse en wekelijkse liquide activa in het regelgevingskader van de EU op te nemen. De belangrijkste voordelen van deze aanvulling zijn de volgende:

- a) Deze aanvulling weerspiegelt het belang van liquide activa voor het vermogen van geldmarktfondsen om **tegemoet te komen aan potentieel omvangrijke aflossingsverzoeken** van beleggers en om perioden van marktvolatiliteit te doorstaan: de ervaring van de zomer van 2011, toen Amerikaanse geldmarktfondsen in staat bleken aanzienlijke aflossingen te verrichten, vormt een illustratie van deze voordelen ⁽²⁾.
- b) De aanvulling zal zorgen voor een **geharmoniseerde grondslag voor liquiditeitspraktijken** van geldmarktfondsen overal in Europa en draagt bij tot het beleggersvertrouwen: in de gedragscode van de IMMFA en de methoden van kredietratingbureaus worden op dit moment verschillende drempelwaarden en eisen ten aanzien van het liquiditeits-beheer gehanteerd (zie **kader 1** hieronder); in de Amerikaanse wetgeving daarentegen zijn, zoals hierboven is opgemerkt, specifieke drempels voor dagelijkse en wekelijkse liquide activa opgenomen.
- c) De aanvulling zal ervoor zorgen dat geldmarktfondsen **een prudent liquiditeitsbeheer zullen voeren in de tijd**: de liquiditeit van geldmarktfondsen is na de financiële crisis van 2008 en de groeiende risicoaversie tijdens de staats-schuldencrisis in de EU en de hoge marktvolatiliteit toegenomen. Wanneer de marktomstandigheden stabiliseren, is er een risico dat geldmarktfondsen de hoeveelheid liquide activa die ze in hun portefeuille aanhouden weer terugbrengen en op zoek gaan naar hoger renderende instrumenten met een langere duratie, waardoor hun liquiditeitspositie mogelijk wordt ondergraven.
- d) De invoering van expliciete ratio's moet worden beschouwd als onderdeel van een prudent beheer van het liquiditeits-risico (als omschreven in bijvoorbeeld artikel 51 van de icbe-richtlijn), waarbij de beheermaatschappij volledig verantwoordelijk blijft voor het beheer van haar liquiditeit.

Kader 1

Verschillende benaderingen van liquiditeitsbuffers

IMMFA: Een IMMFA-fonds moet ten minste 10 % van het nettovermogen aanhouden in beleggingen die de volgende werkdag komen te vervallen en ten minste 20 % van het nettovermogen in beleggingen die binnen vijf dagen komen te vervallen. Hiertoe kunnen leden zelf bepalen hoe ze overheidsschulden behandelen, door rekening te houden met de liquiditeit van elke belegging in plaats van met de eindvervaldatum.

Fitch: Dagelijkse liquiditeit wordt gedefinieerd als: kasmiddelen die worden aangehouden door een bewaarder met een rating van ten minste „A” en/of „F1” of een gelijkwaardige rating, overnight repo-overeenkomsten, aandelen van geldmarktfondsen met een rating „AAAmf” door Fitch of een gelijkwaardige rating, effecten van een aanbieder met een passende rating die komen te vervallen of die worden gekenmerkt door directe opeisbaarheid die uitoefenbaar is door de houder van het schuldbewijs en binnen één werkdag betaalbaar is, en directe obligaties die zijn uitgegeven door nationale overheden met een hoge rating die profiteren van een sterke marktliquiditeit, mits deze schuldbewijzen luiden in de basisvaluta van de portefeuille en een resterende looptijd hebben van 397 dagen of minder. Wekelijkse liquiditeit wordt gedefinieerd als al het bovenstaande, plus effecten van een aanbieder met een passende rating die komen te vervallen of die worden gekenmerkt door directe opeisbaarheid die uitoefenbaar is door de houder van het schuldbewijs en binnen vijf werkdagen betaalbaar is aan het fonds en effecten die zijn uitgegeven door supranationale of overheidsinstellingen met een hoge rating die profiteren van een sterke marktliquiditeit en een resterende looptijd hebben van 95 dagen of minder.

Moody's: Bij de beoordeling van liquiditeit door Moody's wordt zowel de looptijdstructuur als de kwaliteit van de activa in aanmerking genomen, evenals de blootstelling aan het risico van grote ongeplande aflossingen. Moody's evalueert de mate waarin een fonds is belegd in liquide effecten, met name overheidseffecten met een rating Aaa en hun looptijden, evenals andere liquide activa, zoals effecten met een looptijd van minder dan zeven dagen.

SEC: Amerikaanse geldmarktfondsen zijn verplicht om ten minste 10 % van hun activa in overnight kasmiddelen aan te houden, en ten minste 30 % in activa die binnen een week komen te vervallen. Onder dagelijkse liquide activa

⁽¹⁾ Daarnaast heeft het Europees Parlement (2012) de Commissie verzocht ervoor te zorgen dat liquiditeitsprovisies in rekening worden gebracht middels een mechanisme dat ook de verplichting inhoudt tot directe kennisgeving aan de bevoegde toezichthoudende autoriteit en de EAEM.

⁽²⁾ Volgens de FSOC (2012) kregen institutionele „prime”-geldmarktfondsen in de acht weken die eindigden op 3 augustus 2011 te maken met een netto-uitstroom van in totaal 179 miljard USD (16% van de activa).

worden verstaan kasmiddelen, treasury-effecten en effecten die binnen één werkdag converteerbaar in kasmiddelen zijn. Onder wekelijkse liquide activa worden verstaan kasmiddelen, treasury-effecten, met korting uitgegeven effecten van overheidsinstanties (agency discount notes) met een resterende looptijd van zestig dagen of minder en effecten die binnen vijf werkdagen converteerbaar in kasmiddelen zijn (hetzij door het vervallen ervan, hetzij door middel van een put).

N.B.: Uittreksels. Voor nadere informatie wordt verwezen naar de toepasselijke wetgeving of de gebruikte methodologieën.

Om de omvang en samenstelling van de buffers aan liquide activa te omschrijven, moeten de volgende elementen in aanmerking worden genomen.

- a) Er bestaat een **wisselwerking** tussen de omvang van de op te leggen buffers en het type activa dat als in aanmerking komend kan worden beschouwd, zoals wordt geïllustreerd door de verschillende methoden die momenteel in Europa worden toegepast en de verschillende door geldmarktfondsen gerapporteerde cijfers met betrekking tot de door hen aangehouden liquide activa. Hoe hoger de buffervereiste, hoe moeilijker het zal zijn om aan de vereiste te voldoen met activa van hoge kwaliteit.
- b) Zowel **dagelijkse als wekelijkse liquide activa** zouden moeten worden omschreven. Dagelijkse liquide activa zijn belangrijk omdat aflossingsverzoeken zich zeer snel kunnen voordoen ⁽¹⁾. Wekelijkse liquide activa versterken ook de robuustheid van het fonds, evenals het vermogen van het fonds om omvangrijke aflossingen te beheren, en breiden tegelijkertijd de reeks in aanmerking komende activa uit.
- c) Om ervoor te zorgen dat het fonds zich minder op liquiditeit in de secundaire markten hoeft te verlaten, zou in de definitie van liquide activa (met uitzondering van kasmiddelen) in de eerste plaats de **resterende looptijd** in aanmerking moeten worden genomen. Bijgevolg zouden instrumenten die worden gedefinieerd als dagelijkse en wekelijkse liquide activa een resterende looptijd van respectievelijk ten hoogste één en ten hoogste vijf werkdagen moeten hebben. De verdienste van deze benadering op basis van de resterende looptijd is dat geen aannamen over de markliquiditeit van bepaalde instrumenten worden gehanteerd, aangezien liquide activa in gestreste markten kunnen transformeren tot niet-liquide activa. Deze definitie verschilt van de definitie die in de Verenigde Staten wordt toegepast, waarin ook treasury-effecten en effecten van overheidsinstanties zijn opgenomen, als weerspiegeling van de specifieke kenmerken van de Amerikaanse markt en de omvang van de markt voor schulden van Amerikaanse overheden.
- d) Bij het vaststellen van de buffers zou het risico dat verband houdt met **mogelijke facultatieve looptijden van activa** in aanmerking moeten worden genomen. Deze opties kunnen zijn gebaseerd op verschillende parameters, waaronder technieken met uitzettingen op het tegenpartijrisico, zoals puttable (bv. obligaties met een put), cancellable (bv. annuleerbare opties), callable (bv. repotechnieken met een call). Deze kenmerken kunnen besmettingseffecten creëren en de algehele liquiditeitspositie van de fondsen verzwakken, met name in gestreste markten.
- e) **Ook andere interconnectie-effecten** — in het bijzonder met de bankensector — die gevolgen zouden kunnen hebben voor de beschikbaarheid van activa die in aanmerking komen om te worden meegerekend in de liquiditeitsbuffers zouden in overweging moeten worden genomen.

b) Versterking van het liquiditeitsrisicobeheer

De vast te stellen drempels moeten als minima worden beschouwd. Dientengevolge zouden de beheerders hun posities in liquide activa moeten aanpassen naargelang van hun profiel en beleggersbasis (type beleggers, aflossingspatronen, concentratie van de beleggersbasis enz.) en van de marktomstandigheden.

Als onderdeel van een robuuste benadering van het liquiditeitsbeheer op basis van „beste praktijken” zouden beheerders regelmatige stresstests moeten ontwikkelen, op basis van meerdere (zowel fondsspecifieke als marktbrede) ongunstige scenario's die gevolgen hebben voor hun liquiditeitsprofiel, wat consistent is met aanbeveling 8 van de IOSCO. Ook zouden geldmarktfondsen moeten beschikken over noodplannen voor perioden van stress.

Zoals kan worden afgeleid uit aanbeveling 6 van de IOSCO, houdt een belangrijk gebied waarmee rekening dient te worden gehouden verband met de aandeelhouders van het fonds. Dit is met name relevant in de context van de EU, waarin institutionele beleggers, die doorgaans sneller geneigd zijn tot een run, het grootste deel van de beleggersbasis vormen. Zoals hierboven is beschreven (zie deel III.3), blijkt uit de ECSR-enquête dat er relatieve onzekerheid bestaat over de beleggersbasis van de fondsen. Anekdotisch bewijs lijkt te duiden op een toenemende rol van platforms in Europa, waardoor het voor beheerders moeilijker wordt hun aandeelhouders te „kennen”. De implicaties van deze trend zouden moeten worden beoordeeld. Voorts zouden geldmarktfondsen kunnen worden verplicht informatie te verkrijgen over hun uiteindelijk gerechtigden, zoals voorzien in de voorgestelde aanbevelingen van de FSOC met betrekking tot geldmarktfondsen in de Verenigde Staten ⁽²⁾.

⁽¹⁾ In het geval van het Reserve Primary Fund probeerden beleggers in twee dagen circa 40 miljard USD op te nemen en werd binnen een week in totaal 15 % van de activa van primaire geldmarktfondsen teruggetrokken.

⁽²⁾ In de in november 2012 gepubliceerde voorgestelde aanbevelingen wordt de tenuitvoerlegging van additionele „ken uw beleggers”-eisen in overweging gegeven.

c) Liquiditeitsbeheer in tijden van stress

Zelfs als fondsbeheerders een prudent liquiditeitsrisicobeheer voeren, kunnen zich gevallen voordoen waarin geldmarktfondsen te maken krijgen met buitengewoon gestreste marktomstandigheden en/of grootschalige terugbetalingsverzoeken als gevolg van fondsspecifieke en marktbrede ontwikkelingen. Dienovereenkomstig luidt aanbeveling 9 van de IOSCO als volgt: „Geldmarktfondsen zouden over instrumenten moeten beschikken om uitzonderlijke marktomstandigheden en substantiële aflossingsdruk te doorstaan”. Deze instrumenten kunnen de terugbetalingsdruk verlichten en daarmee een run of ander kuddegedrag onder beleggers in een gegeven fonds of groep van fondsen voorkomen. Ook merkt de IOSCO op dat „teneinde besmettingseffecten te voorkomen, rechtsgebieden ook kunnen overwegen om regelgevende instanties de bevoegdheid te verlenen om het gebruik van deze instrumenten verplicht te stellen wanneer uitzonderlijke situaties waarin één of meerdere geldmarktfondsen zijn beland gevolgen kunnen hebben voor het bredere financiële systeem”.

Binnen het regelgevingskader van de EU bevatten zowel de icbe-richtlijn als de AIFM-richtlijn bepalingen inzake tijdelijke opschortingen.

- Artikel 45, lid 2, van de **icbe-richtlijn** bepaalt dat lidstaten de bevoegde autoriteiten kunnen toestaan te eisen of toe te staan dat de inschrijving op of de inkoop of terugbetaling van rechten van deelneming tijdelijk wordt opgeschort wanneer een dergelijke opschorting nodig wordt geacht om de deelnemers te beschermen. Volgens artikel 84, lid 2, kan een fonds de inkoop of terugbetaling van haar rechten van deelneming voorlopig opschorten in uitzonderlijke gevallen, wanneer de omstandigheden zulks vergen en wanneer opschorting gelet op de belangen van de deelnemers verantwoord is.
- Artikel 46, lid 2, van de **AIFM-richtlijn** bepaalt dat de bevoegde autoriteiten over de bevoegdheid beschikken om „in het belang van de deelnemers of in het algemeen belang de opschorting te verlangen van de uitgifte, inkoop of terugbetaling van rechten van deelneming”. De richtlijn bevat echter geen specifieke bepaling op het niveau van het fonds. Artikel 23, lid 1, onder h), vereist voorts dat beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (abi's) beleggers een beschrijving van het beheer van het liquiditeitsrisico van de abi verstrekken, inclusief de terugbetalingsrechten onder zowel normale als uitzonderlijke omstandigheden.

Dit kader verschilt van de bestaande regelgeving in de VS, waar het fonds na een opschorting moet worden geliquideerd⁽¹⁾. Een tijdelijke opschorting is waarschijnlijk het meest passende antwoord in uitzonderlijke omstandigheden waarin fondsen worden geconfronteerd met een aanzienlijke terugbetalingsdruk. Het EU-kader zou daarom moeten worden gewijzigd om de mogelijkheid van tijdelijke opschorting van terugbetalingsverzoeken, zoals deze thans bestaat krachtens de icbe-richtlijn⁽²⁾, uit te breiden naar alle fondsen (icbe's en niet-icbe's). Zoals de EU-wetgeving reeds toestaat voor zowel icbe- als niet-icbe-fondsen, kan ook de bevoegde autoriteit om tijdelijke opschorting van terugbetalingen verzoeken indien dit in het belang is van de houders van rechten van deelneming of van het publiek, hetgeen in overeenstemming is met de aanbevelingen van de IOSCO.

Naast tijdelijke opschortingen zou de invoering van aanvullende buitengewone liquiditeitsbeheerinstrumenten voor geldmarktfondsen kunnen worden overwogen. De voorwaarden en omstandigheden waaronder deze instrumenten zouden kunnen worden gebruikt, zouden duidelijk moeten worden omschreven en hun voordelen voor de financiële stabiliteit zouden worden beoordeeld. Met name kunnen, zoals voorzien in de aanbevelingen van de IOSCO, de merites van „slagbomen” (waarbij fondsen de terugbetalingsbedragen op elke terugbetalingsdag beperken tot een specifiek percentage) verder worden beoordeeld.

In overeenstemming met de aanbevelingen van de IOSCO zouden passende voorschriften inzake de informatieverstrekking aan beleggers over de van toepassing zijnde stressprocedures moeten worden aangenomen. In het bijzonder zouden fondsen ervoor moeten zorgen dat hun beleggers zich bewust zijn van de omstandigheden waaronder deze procedures (opschortingen of andere procedures) zouden kunnen worden toegepast. Details van de uitvoering en voorwaarden zouden echter niet bekend hoeven te worden gemaakt, om het ontstaan van het „first-mover”-voordeel en de mogelijkheid van preventieve runs te voorkomen. De openbaarmaking van de procedures die van toepassing zijn in tijden van stress komt aan bod in aanbeveling C, paragraaf 3, hieronder.

IV.3.2 Beoordeling

Met betrekking tot de invoering van specifieke eisen ten aanzien van liquide activa bleek tijdens de in het voorjaar van 2012 gehouden raadpleging door de IOSCO dat de respondenten algemene steun gaven aan de invoering van liquiditeitsbuffers voor geldmarktfondsen. Daarbij onderstreepten de respondenten met name de voordelen van de nieuwe bepalingen van het Amerikaanse voorschrift (Rule) 2a-7 om de robuustheid van de fondsen te versterken. Binnen de EU-context wezen respondenten uit de EU op de afwezigheid van een geharmoniseerd kader voor liquiditeitsbeheer in Europa, anders dan in de VS, en steunden ze over het algemeen het idee van een regelgevend initiatief.

Om het potentiële effect van de invoering van nieuwe kwantitatieve eisen aan het liquiditeitsbeheer te beoordelen, moet de huidige samenstelling van de portefeuilles van het fonds in ogenschouw worden genomen, omdat de invoering van buffers de voorkeur voor de meest kortlopende financiering kan vergroten en beheerders ertoe kan dwingen hun toewijzing van activa te wijzigen. Uit de ECSR-enquête komt naar voren dat geldmarktfondsen in de EU een aanzienlijk deel van hun portefeuilles aanhouden in activa die binnen één dag en activa die binnen één week komen te vervallen, zoals in detail is te zien in tabel 6 in deel III.2 en in figuur 6. Het aandeel van deze liquide activa is hoger voor CNAV-fondsen (respectievelijk 26 % en 11 % van hun activa per juni 2012), die ook een relatief hoger percentage van hun activa

⁽¹⁾ Volgens het nieuwe SEC-voorschrift (Rule) 22e-3, dat is aangenomen in 2010, is het de raad van bestuur van een geldmarktfonds, na kennisgeving aan de SEC, toegestaan de terugbetalingen op te schorten en het fonds te liquideren als het de constante intrinsieke waarde niet langer kan waarmaken of dit dreigt te gebeuren.

⁽²⁾ Zie Europese Commissie (2012), deel 5, dat betrekking heeft op buitengewone instrumenten voor het liquiditeitsbeheer.

in kasmiddelen aanhouden (dicht bij 7 % per juni 2012). Andere in de EU gevestigde geldmarktfondsen die geen CNAV-fondsen zijn, houden een relatief aanzienlijk aandeel van hun activa in dagelijkse en wekelijkse liquide activa aan (circa 17 % en 5 % voor kortlopende VNAV-fondsen en 12 % en 3 % voor andere VNAV-fondsen).

De gegevens van de ECSR-enquête kennen enkele beperkingen, omdat de enquête niet alle geldmarktfondsen bestrijkt en de verstrekte cijfers geaggregeerde cijfers over alle fondsen zijn, terwijl deze in bepaalde opzichten van elkaar kunnen verschillen. Bovendien geeft de enquête een beeld van een periode waarin de risicoaversie hoog was. De resultaten van de enquête zijn evenwel consistent met andere waarnemingen van toezichthouders en kredietratingbureaus, evenals met feedback van vermogensbeheerders met betrekking tot hun liquiditeitsbeheer.

IV.4 Aanbeveling C — Informatieverstrekking

*De **Commissie** wordt aanbevolen ervoor te zorgen dat de toepasselijke wetgeving van de Unie:*

- 1. geldmarktfondsen verplicht, ook in hun marketingmateriaal, specifieke informatie te verstrekken waarin de aandacht van beleggers wordt gevestigd op het ontbreken van een kapitaalgarantie en de mogelijkheid dat de hoofdsom geheel of gedeeltelijk verloren gaat;*
- 2. geldmarktfondsen verplicht in de te verstrekken informatie alleen te verwijzen naar mogelijke ondersteuning door een sponsor, ondersteuningscapaciteit of bescherming indien deze ondersteuning of bescherming bestaat uit een harde toezegging van een sponsor, in welk geval deze moet worden verantwoord in de rekeningen van die sponsor en moet worden weerspiegeld in de prudentiële vereisten;*
- 3. geldmarktfondsen verplicht om hun waarderingspraktijken bekend te maken, in het bijzonder met betrekking tot het gebruik van waardering tegen geamortiseerde kostprijs, en om beleggers passende informatie te verstrekken over de van toepassing zijnde terugbetalingsprocedures in tijden van stress.*

IV.4.1 Economische motivering

Geldmarktfondsen worden algemeen gezien als „veilige” beleggingen met een zeer laag risico. Deze perceptie kan bijdragen tot het risico van een run door beleggers als het fonds niet aan deze verwachtingen kan voldoen. De aanvullende informatieverplichting beoogt ervoor te zorgen dat beleggers zich duidelijk bewust zijn van het feit dat geldmarktfondsen de kenmerken van een beleggingsproduct hebben, om op die manier het risico van een run te verminderen. Deze informatieverplichting is volledig in overeenstemming met de aanbevelingen 13 en 14 van de IOSCO, hoewel de informatieverplichting iets verder gaat door te eisen dat een verwijzing naar ondersteuning door een sponsor, of naar de ondersteuningscapaciteit, alleen is toegestaan als deze een harde toezegging van de sponsor inhoudt.

Zoals is beschreven in deel II.2, draagt de aanneming van impliciete of discretionaire ondersteuning door een sponsor bij tot de instabiliteit van het systeem. Fondsportefeuilles en het terugbetalingsbeleid dienen derhalve zodanig te zijn gestructureerd dat ondersteuning door een sponsor niet de intentie is. Is deze intentie er wel, dan moet deze expliciet zijn, volledig zijn geïnternaliseerd door de verstrekker van de ondersteuning en zijn onderworpen aan de wettelijke kapitaaleisen als beschreven in de toelichting op aanbeveling A.

De productdocumentatie zou beleggers moeten informeren over de toepasselijke procedures betreffende de waardering van instrumenten, met inbegrip van het gebruik van waardering tegen geamortiseerde kostprijs, de veronderstellingen die ten grondslag liggen aan deze waarderingsmethode en de bijbehorende risico's. Bovendien zouden beleggers zich bewust moeten zijn van procedures die mogelijk zullen worden gebruikt in geval van significante marktstress of ernstige terugbetalingsdruk en die gevolgen kunnen hebben voor de mogelijkheden om beleggers terug te betalen (zie ook aanbeveling B, paragraaf 3). Deze informatie over de productkenmerken zou beleggers in staat moeten stellen om geïnformeerde beleggingsbesluiten te nemen en de kans op een ongunstige selectie te verkleinen.

IV.4.2 Beoordeling

Adequate informatieverstrekking over de kenmerken van geldmarktfondsen zou het risico van ongunstige selectie en het opnamerisico moeten verminderen, en daarmee ook het systeemrisico; vanuit het oogpunt van bescherming van beleggers is deze verplichting ook essentieel voor het nemen van geïnformeerde besluiten. Op geaggregeerde basis bedienen Europese geldmarktfondsen voornamelijk institutionele beleggers. Dit type beleggers is zich naar alle waarschijnlijkheid reeds goed bewust van de risico's die aan geldmarktfondsen zijn verbonden. Dit bewustzijn is waarschijnlijk veel minder groot onder retailbeleggers, die in enkele afzonderlijke lidstaten het grootste deel van de beleggersbasis van geldmarktfondsen vormen; zij zouden dan ook het meest profiteren van een betere informatieverstrekking. Een adequate informatieverstrekking zou retailbeleggers helpen te begrijpen dat geldmarktfondsen niet vrij van risico's zijn. Als gevolg van de betere informatievoorziening zullen sommige beleggers mogelijk een alternatief instrument voor hun kasmiddelenbeheer kiezen boven een geldmarktfonds. In het geval van retailbeleggers zal dit alternatief zeer waarschijnlijk een traditioneel bankdeposito zijn, en niet een belegging in een andere schaduwbankentiteit. Tot slot zal de vereiste om in de te verstrekken informatie alleen naar ondersteuning door een sponsor te verwijzen als deze gekoppeld is aan een harde toezegging van de sponsor, de onderlinge verwevenheid van entiteiten in het financiële stelsel transparanter maken en het systeemrisico dat het gevolg is van het vertrouwen op impliciete en discretionaire ondersteuning door een sponsor verminderen.

Een deel van de informatieverplichting waarin deze aanbeveling voorziet, wordt reeds bestreken door EU-wetgeving (zoals de icbe-richtlijn of de CEER/EAEM-richtsnoeren van 2010), maar mogelijk moet ook een deel van de informatieverplichting of documentatie worden herzien, wat zou resulteren in extra nalevingskosten voor geldmarktfondsen. Voor nationale toezichthoudende autoriteiten worden geen significante kosten verwacht.

IV.5 Aanbeveling D — Rapportage en informatie-uitwisseling

1. De Commissie wordt aanbevolen ervoor te zorgen dat de toepasselijke wetgeving van de Unie:

- a) *verplicht stelt dat alle gevallen van ondersteuning door een sponsor die effect op de koers van het geldmarktfonds kunnen hebben door het geldmarktfonds, of de beheerder ervan, en de sponsor worden gemeld aan de bevoegde nationale toezichhoudende autoriteit, tezamen met een volledige beschrijving van de aard en omvang van de ondersteuning;*
- b) *de regelmatige rapportage door geldmarktfondsen versterkt;*
- c) *ervoor zorgt dat bevoegde nationale toezichhoudende autoriteiten, indien relevant, de onder a) en b) bedoelde informatie delen met andere nationale toezichhoudende autoriteiten binnen dezelfde lidstaat of in andere lidstaten, de Europese toezichhoudende autoriteiten, het ESCB en het ECSR;*

2. De Commissie wordt aanbevolen de ontwikkeling van geharmoniseerde rapportage en een geharmoniseerde reeks gegevens als bedoeld in punt 1, onder b), en de organisatie van de informatie-uitwisseling als bedoeld in punt 1, onder c), te bevorderen.

IV.5.1 Economische motivering

Hoewel VNAV-geldmarktfondsen niet verplicht zijn de nominale waarde vast te houden en minder onder druk staan om over ondersteuning door een sponsor te beschikken dan CNAV-fondsen, zijn ook deze tijdens de crisis vermoedelijk met marktiliquiditeit geconfronteerd; als gevolg hiervan kunnen ook zij hebben vertrouwd op ondersteuning door hun beheerders of moederondernemingen. Concreet informatie over het bestaan van dergelijke ondersteuning, hetzij voor CNAV-fondsen, hetzij voor VNAV-fondsen, is op dit moment echter niet voorhanden voor Europa, vooral omdat deze ondersteuning vele vormen kan aannemen en daarom niet noodzakelijkerwijs duidelijk in de balans en de winst-en-verliesrekening van de verstrekende partij wordt verantwoord. De ECSR-enquête bevatte een vraag over ondersteuning door een sponsor, waarop de fondsen echter alleen generieke antwoorden gaven, zoals „handel” en „geen maatstaf”. Al met al sluit de vereiste om VNAV te gebruiken, samen met de vereiste om niet op impliciete ondersteuning te leunen, toekomstige ondersteuning in uitzonderlijke marktomstandigheden niet uit.

Om autoriteiten in staat te stellen de risico's die aan dergelijke ondersteuning zijn verbonden te bewaken, zouden in de toekomst alle gevallen van directe of indirecte ondersteuning door een sponsor, ongeacht het type (waaronder het aankopen van problematische effecten in de portefeuille) door het geldmarktfonds of de beheerder daarvan moeten worden gemeld aan de bevoegde nationale autoriteit. Omdat dergelijke ondersteuning de onderlinge verwevenheid binnen het financiële systeem vergroot en daarom bijdraagt aan systeemrisico's, zou de informatie ook moeten worden gedeeld met andere relevante autoriteiten (binnenlandse, buitenlandse of Europese).

Op basis van de ervaring met bestaande statistieken betreffende geldmarktfondsen en de speciale ad-hocinventarisatie van gegevens, is het duidelijk dat de regelmatige vergaring van gegevens over de Europese geldmarktfondsensector verder zou kunnen worden verbeterd. Het vehikel van de geldmarktfondsen is bijzonder belangrijk voor de soepele werking van de geldmarkten in Europa. Zowel nationale als Europese regelgevende autoriteiten zouden daarom toegang moeten hebben tot gedetailleerde gegevens over deze fondsen om trends in een vroeg stadium te kunnen vaststellen. Wanneer nationale centrale banken reeds informatie over geldmarktfondsen verzamelen, zou overwogen moeten worden om deze informatie te delen met nationale toezichhoudende autoriteiten voor prudentiële doeleinden.

Om de toezichhoudende autoriteiten in staat te stellen de liquiditeitspositie van het fonds en de aard en kwaliteit van de onderliggende activa te monitoren, zou een regelmatige rapportage ten minste een voldoende gedetailleerde opsplitsing van de activa en passiva van het geldmarktfonds moeten omvatten. Bovendien zouden toezichhoudende autoriteiten in gevallen waarin nog steeds gebruik wordt gemaakt van waardering tegen geamortiseerde kostprijs toegang moeten hebben tot regelmatige informatie over de mate waarin deze waarderingspraktijk wordt gebruikt, en in welke gevallen. Wanneer het CNAV-model zal blijven worden gebruikt, zou de regelmatige rapportage ook gedetailleerde informatie over de CNAV-fondsen moeten omvatten, waaronder informatie over hun schaduwkoers.

Meer gedetailleerde informatie zou de autoriteiten in staat stellen de ontwikkelingen in de geldmarktsector beter te begrijpen en bronnen van risico vast te stellen. Vanuit een macroprudentieel perspectief zou deze meer gedetailleerde informatie zowel op het niveau van de geaggregeerde geldmarktfondsensector als op het niveau van afzonderlijke geldmarktfondsen beschikbaar moeten zijn.

IV.5.2 Beoordeling

Het nauwlettend volgen van de activa en de samenstelling van de beleggersbasis van geldmarktfondsen, hun liquiditeitspositie, hun waarderingspraktijken en eventuele ondersteuning door een sponsor is nodig om te kunnen vaststellen of er sprake is van een accumulatie van risico's en welke banden geldmarktfondsen hebben met andere delen van het financiële systeem. Daarom is dit een voorafgaande voorwaarde voor het nemen van preventieve maatregelen om potentiële systeemrisico's aan te pakken. De vereiste om regelmatig informatie over schaduwkoersen te verstrekken, zal beheerders van geldmarktfondsen er sterker van bewust maken dat nationale toezichhoudende autoriteiten deze koersen monitoren, wat naar verwachting een disciplinerend effect zal hebben met betrekking tot mogelijke afwijkingen in de schaduwkoersen ten opzichte van de NAV en ondersteuning door een sponsor.

De nadelen van versterkte rapportage houden verband met de kosten die zijn verbonden aan de procedures die door de beheermaatschappijen en de prudentiële autoriteiten moeten worden toegepast. Bij alle werkzaamheden die worden verricht in verband met een versterking van de rapportage door geldmarktfondsen dient daarom rekening te worden gehouden met de rapportageverplichtingen waaraan geldmarktfondsen reeds zijn onderworpen en dient het evenredigheidsbeginsel volledig te worden geëerbiedigd, waardoor de kosten van een dergelijke maatregel lager zullen uitvallen. De gegevensverzameling door de ECB betreffende de balansen van MFI's (waar geldmarktfondsen deel van uitmaken)

omvatten reeds gedetailleerde informatie over de activa en passiva van geldmarktfondsen (zie Verordening ECB/2008/32). Aangezien deze rapportage echter is geconcipeerd voor monetaire beleidsdoeleinden, is het mogelijk dat deze niet alle gegevens oplevert die nodig zijn voor financiële-stabiliteitsdoeleinden.

IV.6 Gegeven gevolg

IV.6.1 Tijdschema

De Commissie wordt verzocht het ECSR en de Raad van de Europese Unie in kennis te stellen van alle acties die worden ondernomen in reactie op deze aanbevelingen, of het niet ondernemen van actie op toereikende wijze te rechtvaardigen, in overeenstemming met het hieronder uiteengezette tijdschema.

- De Commissie wordt verzocht het ECSR **vóór 30 juni 2013** een tussentijds verslag toe te zenden met een beoordeling van de resultaten van de eerste fase van de tenuitvoerlegging van deze aanbevelingen.
- De Commissie wordt verzocht het ECSR en de Raad **vóór 30 juni 2014** een eindverslag toe te zenden over de tweede fase van de tenuitvoerlegging van deze aanbevelingen.

IV.6.2 Conformiteitscriteria

Voor de **aanbevelingen A tot en met D** worden de volgende algemene conformiteitscriteria vastgesteld.

- Met deze aanbevelingen wordt tevens beoogd een correcte en consistente tenuitvoerlegging van de relevante aanbevelingen van de IOSCO in Europa tot stand te brengen.
- De Commissie kan de Europese toezichthoudende autoriteiten — met name de EAEM — om advies vragen in verband met de tenuitvoerlegging van de aanbevelingen van het ECSR en kan deze autoriteiten verzoeken, met het oog op een geharmoniseerde toepassing van de aanbevelingen, de noodzakelijke technische normen, richtsnoeren en aanbevelingen (met inbegrip van modelformulieren voor rapportage en informatieverstrekking, rekening houdend met reeds bestaande rapportage- en informatieverplichtingen) te ontwikkelen.
- De aanbevelingen van het ECSR hebben betrekking op in de EU gevestigde instellingen voor collectieve belegging (icb's) die aan beleggers worden aangeboden/verkocht onder vermelding van de doelstelling om de hoofdsom te behouden, dagelijks liquiditeit te verstrekken en rendementen te genereren die overeenkomen met de geldmarkttarieven. De aanbevelingen hebben met name betrekking op fondsen die worden aangemerkt of verkocht als geldmarktfondsen of die de kenmerken van een geldmarktfonds hebben (d.w.z. dat ze ernaar streven de waarde van het kapitaal in stand te houden, dagelijks terugbetalingen te verrichten en rendementen te genereren die overeenkomen met geldmarkttarieven) en op fondsen die op een zodanige wijze worden verkocht dat ze die indruk wekken (d.w.z. dat ze worden verkocht als kasfondsen, als liquide of liquiditeitsfondsen of als fondsen met een korte looptijd).

Voor **aanbeveling A** zijn de volgende conformiteitscriteria vastgesteld.

- Geldmarktfondsen zouden moeten worden verplicht alleen het variabele NAV-model te gebruiken. In het bijzonder zou afronding van de aandelenkoersen op de dichtstbijzijnde eenheid moeten worden verboden. Daarbij zouden overgangsregelingen voor een verplichte omschakeling naar het variabele NAV-model nodig zijn. Daarom wordt aanbevolen een voldoende lange overgangsperiode voor bestaande geldmarktfondsen vast te stellen, waarin het CNAV-model kan blijven worden gebruikt terwijl de noodzakelijke aanpassingen worden doorgevoerd. De overgangsperiode voor bestaande CNAV-fondsen zou ten minste twee jaar moeten bedragen, gerekend vanaf de definitieve publicatie van de toepasselijke voorschriften. Bovendien zou de omschakeling naar VNAV met de nodige zorgvuldigheid moeten worden aangekondigd, geruime tijd voordat deze moet worden uitgevoerd, door middel van de bekendmaking van het effect van de omzetting in VNAV door geldmarktfondsen.
- Aanbeveling A houdt geen volledig verbod op waardering tegen geamortiseerde kostprijs in. Waardering tegen geamortiseerde kostprijs zou echter alleen moeten worden toegestaan wanneer deze methode geacht wordt een correcte benadering van de prijs van het instrument mogelijk te maken.
- Indien het gebruik van waardering tegen geamortiseerde kostprijs wordt voortgezet, zouden restricties aan de resterende looptijd van het betrokken instrument moeten worden gesteld teneinde het risico van discrepantie tussen de prijs en de geamortiseerde kostprijs ervan te verminderen; bij het vaststellen van dergelijke restricties zou het looptijdprofiel van de activa van in de EU gevestigde geldmarktfondsen zorgvuldig in aanmerking moeten worden genomen.

Voor **aanbeveling B** zijn de volgende conformiteitscriteria vastgesteld.

- Bij het vaststellen van de omvang en de samenstelling van de minimumbuffers aan liquide activa zouden de volgende elementen in aanmerking moeten worden genomen:
 - a) de wisselwerking tussen de omvang van de op te leggen buffers en het type activa dat als in aanmerking komend kan worden beschouwd;
 - b) voor zowel dagelijkse als wekelijkse activa zouden minimumbedragen moeten worden vastgesteld;
 - c) om de afhankelijkheid van geldmarktfondsen van liquiditeit in de secundaire markt te verminderen, zou in de definitie van liquide activa (anders dan kasmiddelen) in de eerste plaats de resterende looptijd in aanmerking moeten worden genomen. Dienovereenkomstig zouden alle instrumenten die zijn gedefinieerd als dagelijkse en wekelijkse liquide activa een resterende looptijd van respectievelijk ten hoogste één werkdag en ten hoogste vijf werkdagen moeten hebben;

- d) bij het vaststellen van de buffers zouden de risico's die zijn verbonden aan mogelijke facultatieve looptijden van activa moeten worden meegewogen. Deze opties kunnen zijn gebaseerd op verschillende parameters, waaronder technieken met uitzettingen op het tegenpartijrisico, zoals puttable (bv. obligaties met een put), cancellable (bv. annuleerbare opties), callable (bv. repotechnieken met herroepbaarheid);
 - e) ook andere interconnectie-effecten, met name met de bankensector, die gevolgen zouden kunnen hebben voor de beschikbaarheid van de activa die in aanmerking komen om te worden meegerekend in de liquiditeitsbuffer, zouden in aanmerking moeten worden genomen.
- Geldmarktfondsen zouden moeten worden verplicht hun minimumbuffers aan liquide activa aan te passen aan hun risicoprofiel en beleggersbasis.
 - Zij zouden regelmatig stresstests moeten uitvoeren op basis van meerdere ongunstige scenario's, zowel fondsspecifieke als algemene, die effect hebben op hun liquiditeitsprofiel.
 - Geldmarktfondsen zouden over noodplannen moeten beschikken om dergelijke perioden van stress te doorstaan.
 - Geldmarktfondsen dienen over de nodige instrumenten te beschikken om aan uitzonderlijke terugbetalingsverzoeken van beleggers te kunnen voldoen.

Voor **aanbeveling C** zijn de volgende conformiteitscriteria vastgesteld.

- De productinformatie van geldmarktfondsen zou de aandacht van beleggers moeten vestigen op het ontbreken, of de begrenzing, van een kapitaalgarantie en de mogelijkheid dat de hoofdsom geheel of gedeeltelijk verloren gaat.
- Ook zouden beleggers moeten worden geïnformeerd over de toepasselijke procedures betreffende de waardering van instrumenten, onder meer over het gebruik van waardering tegen geamortiseerde kostprijs, de veronderstellingen die ten grondslag liggen aan deze waarderingsmethode en de bijbehorende risico's.
- Verwijzingen in de informatie van geldmarktfondsen naar mogelijke ondersteuning door een sponsor, ondersteuningscapaciteit of bescherming zouden alleen moeten worden toegestaan indien deze ondersteuning of bescherming bestaat uit een harde toezegging door een sponsor, in welk geval deze moet worden verantwoord in de rekeningen van die sponsor en moet worden weerspiegeld in de prudentiële vereisten;
- Beleggers zouden bewust moeten worden gemaakt van de procedures die kunnen worden gebruikt in geval van significante marktstress of ernstige terugbetalingsdruk en die gevolgen kunnen hebben voor de mogelijkheid dat ze worden terugbetaald.

Voor **aanbeveling D** zijn de volgende conformiteitscriteria vastgesteld.

- Alle gevallen van ondersteuning door een sponsor die effect op de koers van het geldmarktfonds kunnen hebben, zouden door het geldmarktfonds (of de beheerder ervan) en de sponsor moeten worden gemeld aan de bevoegde nationale toezichthoudende autoriteit, tezamen met een beschrijving van de aard en omvang van de ondersteuning.
- Om de toezichthoudende autoriteiten in staat te stellen de liquiditeitspositie van het fonds en de aard en kwaliteit van de onderliggende activa te monitoren, zou een regelmatige rapportage door geldmarktfondsen aan de autoriteiten ten minste een voldoende gedetailleerde opsplitsing van de activa en passiva van het geldmarktfonds moeten omvatten.
- Indien het geldmarktfonds het constante NAV-model blijft gebruiken, dient de regelmatige rapportage ook afzonderlijke gedetailleerde informatie over de constante NAV-fondsen te omvatten, waaronder informatie over hun schaduwwkoers.
- Indien geldmarktfondsen waardering tegen geamortiseerde kostprijs blijven gebruiken, zouden toezichthoudende autoriteiten toegang moeten hebben tot regelmatige informatie over de mate waarin deze waarderingspraktijk wordt gebruikt, en in welke gevallen.
- Er zouden maatregelen moeten worden genomen die de ontwikkeling van geharmoniseerde rapportage en een geharmoniseerde reeks gegevens betreffende geldmarktfondsen bevorderen, welke gegevens tevens kunnen worden gebruikt voor macroprudentiële doeleinden, waarbij de eerder genoemde punten zouden moeten worden bestreken; elk van deze maatregelen zou rekening moeten houden met de rapportagevereisten waaraan geldmarktfondsen reeds zijn onderworpen, zoals de rapportage betreffende de balans van monetaire financiële instellingen (Verordening ECB/2008/32).
- Er zou voor moeten worden gezorgd dat de uitwisseling van de eerder genoemde informatie tussen prudentiële autoriteiten en centrale banken, op nationaal, grensoverschrijdend of Europees niveau, op geen enkele wijze wordt belemmerd.

IV.6.3 *Communicatie van het gegeven gevolg*

Het **tegen 30 juni 2013 in te dienen tussentijdse verslag** dient ten minste het volgende te omvatten:

- a) informatie over de wetgevingsinitiatieven die de Commissie heeft genomen en gepland in reactie op de aanbevelingen;
- b) informatie over de acties die de Commissie heeft ondernomen vis-à-vis de toezichthoudende autoriteiten in reactie op de aanbevelingen;
- c) een indicatief tijdschema voor de inwerkingtreding van de maatregelen die reeds zijn voorgesteld door de Commissie of die de Commissie heeft gepland in reactie op de aanbevelingen;

- d) een beoordeling van het cumulatieve effect van de maatregelen die reeds zijn voorgesteld door de Commissie of die de Commissie heeft gepland in reactie op deze aanbevelingen;
- e) een gedetailleerde verantwoording van het niet ondernemen van actie of het afwijken van deze aanbevelingen.

Het **tegen 30 juni 2014 in te dienen eindverslag** dient ten minste het volgende te omvatten:

- a) informatie over de stand van zaken in het wetgevingsproces na de wetgevingsinitiatieven die de Commissie heeft genomen in reactie op deze aanbevelingen;
 - b) informatie over de stand van zaken met betrekking tot de maatregelen die de Commissie heeft genomen vis-à-vis de toezichthoudende autoriteiten in reactie op deze aanbevelingen;
 - c) een indicatief tijdschema voor de inwerkingtreding van de maatregelen die de Commissie heeft voorgesteld in reactie op deze aanbevelingen;
 - d) een beoordeling van het cumulatieve effect van de maatregelen die de Commissie heeft voorgesteld in reactie op deze aanbevelingen;
 - e) een gedetailleerde verantwoording van het niet ondernemen van actie of het afwijken van deze aanbevelingen.
-

REFERENTIES

- Ansidei, J., Bengtsson, E., Frison, D. en Ward, G. (2012), *Money market funds in Europe and financial stability*, ESRB Occasional Paper, nr. 1, juni.
- Baba, N., McCauley, R.N. en Ramaswamy, S. (2009), *US dollar money market funds and non-US banks*, BIS Quarterly Review, maart, blz. 65-81.
- Bazels Comité voor het banktoezicht (2010), *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, december (herziening juni 2011).
- Brady, S. A. (2012), *The stability of prime money market mutual funds: sponsor support from 2007 to 2011*, Federal Reserve Bank of Boston, Working paper RPA 12-3, 13 augustus.
- Comité van Europese effectenregelgevers (2010), *CESR's guidelines on a common definition of European money market funds*, 19 mei.
- Comité van Europese effectenregelgevers (2007), *CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS*, maart.
- Duygan-Bump, B., Parkinson, P., Rosengren, E., Suarez, G. A. en 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*, nog te publiceren.
- Europese Centrale Bank (2008), *Verordening (EG) nr. 25/2009 van de ECB van 19 december 2008 met betrekking tot de balans van de sector monetaire financiële instellingen (herschikking) (ECB/2008/32)*, PB L 15 van 20.1.2009, blz. 14.
- Europese Commissie (2012), *Groenboek over schaduwbankieren*, 19 maart.
- Europese Commissie (2012), *Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) — product rules, liquidity management, depository, money market funds, long-term investments*, raadplegingsdocument, 26 juli.
- Europees Parlement (2012), *Verslag over schaduwbankieren*, Commissie economische en monetaire zaken, 25 oktober.
- Europese Autoriteit voor effecten en markten (2012), *Questions and answers — a common definition of European money market funds*, 20 februari.
- Europese Autoriteit voor effecten en markten (2012), *Guidelines on ETFs and other UCIT issues — consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements*, 25 juli.
- Raad voor financiële stabiliteit (2012), *Strengthening oversight and regulation of shadow banking — an integrated overview of policy recommendations*, Consultative document, 18 november.
- Raad voor financiële stabiliteit (2011), *Shadow banking: scoping the issues*, 12 april.
- Financial Stability Oversight Council (2012), *Proposed recommendations regarding money market mutual fund reform*, november.
- FitchRatings (2012), *European money market funds: trends in MMF portfolios*, november.
- Gordon, J.N. en Gandia, C.M. (2012), *Money market funds run risk: will floating net asset value fix the problem?*, Columbia Law and Economics Working Paper, nr. 426, 23 september.
- Gorton, G. en Metrick, A. (2010), *Regulating the shadow banking system*, *Brookings Papers on Economic Activity*, najaar.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *Gedragscode*.
- Institutional Money Market Funds Association (2012), *A comparison of money market fund ratings*, 19 juni.
- Internationale Organisatie van effectentoezichthouders (2012), *Money market fund systemic risk analysis and reform options*, raadplegingsverslag, 27 april.
- Internationale Organisatie van effectentoezichthouders (2012), *Policy recommendations for money market funds*, 9 oktober.
- Kacperczyk, M. en Schnabl, P. (2012), *How safe are money market funds?*, ontwerp, april 2012.
- McCabe, P.E. (2010), *The cross section of money market fund risks and financial crises*, Working Paper 2010-51, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, september.

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

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

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

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

Scharfstein, D.S. (2012), *Perspectives on money market mutual fund reforms*, getuigenis voor de Senaatscommissie van de Verenigde Staten voor het bankwezen, huisvesting en stedelijke zaken, 21 juni.

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

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

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 juni.

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