



ЕВРОПЕЙСКА  
КОМИСИЯ

Брюксел, 4.9.2013 г.  
SWD(2013) 316 final

**РАБОТЕН ДОКУМЕНТ НА СЛУЖБИТЕ НА КОМИСИЯТА**

**ОБОБЩЕНА ОЦЕНКА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО**

*придружаваща*

**Предложение за  
РЕГЛАМЕНТ НА ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И НА СЪВЕТА  
относно фондовете на паричния пазар**

{COM(2013) 615 final}  
{SWD(2013) 315 final}

## 1. ВЪВЕДЕНИЕ

Фондовете на паричния пазар (ФПП) са важен източник на краткосрочно финансиране за финансовите институции, предприятията и правителствата в Европа. ФПП притежават около 22 % от краткосрочните дългови ценни книжа, емитирани от правителствата или от корпоративния сектор в Европа, както и 38 % от краткосрочния дълг, емитиран от банковия сектор в ЕС<sup>1</sup>. По отношение на търсенето ФПП предлагат инструмент за краткосрочно управление на паричните средства, който осигурява висока степен на ликвидност, диверсификация, стабилна стойност при пазарно равнище на лихвата. ФПП се използват най-вече от предприятията, желаещи да инвестират своите излишни налични средства за кратък период от време, например докато станат дължими големи разходи, като например изплащането на заплати. Следователно ФПП, повече от всеки друг инвестиционен фонд, представляват жизненоважна връзка между търсенето и предлагането на краткосрочни парични средства.

ФПП управляват активи в размер на около 1 000 млрд. евро и представляват категория фондове, която се отличава от всички други взаимни фондове. По-голямата част от тези ФПП, които управляват 80% от активите и представляват 60 % от всички фондове, работят съгласно разпоредбите на Директивата относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК). Средният размер на ФПП надвишава значително средния размер на фонд на ПКИПЦК. Например средствата, управлявани от един ФПП, могат да достигнат 50 млрд. евро.

Системните последици от дейността на ФПП, както и тяхната взаимосвързаност с емитентите и техните банки спонсори попаднаха в основата на международните усилия в областта на паралелната банкова система. Съветът за финансова стабилност (СФС) и други организации, като Международната организация на комисиите за ценни книжа (IOSCO) и Европейския съвет за системен риск (ЕССР), подложиха на анализ ФПП и техните системни последици. ФПП и най-вече тези от тях, които поддържат стабилна цена на дяловете си, бяха разграничени поради сходните им характеристики с депозитните инструменти.

## 2. ОПРЕДЕЛЯНЕ НА ПРОБЛЕМА

ФПП представляват удобен инструмент за инвеститорите, тъй като имат характеристики, подобни на банковите депозити: незабавен достъп до ликвидност и стабилна стойност. Инвеститорите гледат на ФПП като безопасна и подиверсифицирана алтернатива на банковите депозити. В действителност обаче ФПП не са нищо повече от класически инвестиционни фондове с присъщите за тях инвестиционни рискове. Следователно, когато цените на активите, в които ФПП са инвестирали, започнат да падат, особено по време на неблагоприятни пазарни условия, ФПП не винаги могат да спазят даденото на инвеститорите обещание за незабавно обратно изкупуване и за запазване на стойността на емитираните от ФПП дялове или акции. Някои фондове могат да „повдигнат“ стойността на

---

<sup>1</sup> Във Франция ФПП притежават 45 % от депозитните сертификати, емитирани от банки, и 35 % от емитираните от нефинансови институции сертификати.

акцията посредством финансова подкрепа от страна на спонсора, но други може да не разполагат с необходимия за целта капитал. Недостатъкът е, че инвеститорите — веднага след като усетят, че съществува риск фондовете на паричния пазар да не успеят да изпълнят обещанието си за ликвидност и стабилна цена на обратно изкупуване по всяко време — ще поискат обратно изкупуване, което може да доведе до т.нар. „масово изтегляне“ на инвеститори.

Масовото изтегляне се характеризира с мащабни и внезапни искания за обратно изкупуване от голяма група инвеститори, които не желаят да претърпят загуби и търсят възможно най-високата цена, по която дяловете им да бъдат изкупени обратно. Масовото изтегляне на инвеститорите е от системно значение, тъй като принуждава ФПП да продават бързо активите си, за да могат да удовлетворят постъпващите искания за обратно изкупуване. По логиката на спиралата обратното изкупуване ускорява от своя страна спада на нетната стойност на активите (НСА) на фонда, което от своя страна засилва спада на нетната стойност на активите и опасенията за нестабилност на целия паричен пазар.

Проблемите, свързани с масовото изтегляне на инвеститори, са от системен характер и се дължат на: 1) тесните връзки на ФПП с реалната икономика, 2) тяхната връзка със спонсорите. Освен това масовото изтегляне на инвеститорите от ФПП дава отражение и върху защитата на инвеститорите, тъй като тези от тях, чиито дялове са били по-късно обратно изкупени, са безспорно в по-неизгодно положение от инвеститорите, чиито дялове са били изкупени по-рано.

Пазарът на ФПП е разположен основно в няколко държави членки, като над 95 % от активите под управление са във Франция, Ирландия и Люксембург. Пазарът обаче е силно свързан с други държави поради високия дял на трансграничните инвестиции и инвеститори, както и силната трансгранична обвързаност между ФПП и техните спонсори, които са обикновено разположени в други държави.

### **Разпространяване на проблемите върху реалната икономика**

По време на кризата ликвидността на ФПП не бе достатъчна, за да бъдат удовлетворени всички искания за обратно изкупуване. Това накара някои фондове да преустановят обратното изкупуване на дялове или да наложат други ограничения. Лишаването на инвеститорите от възможността за краткосрочни инвестиции в ФПП може да има отражение върху емитентите, разчитащи на достъпа до краткосрочни финансови средства чрез ФПП. Тъй като ФПП играят централна роля при краткосрочното финансиране на субекти като банки, предприятия или правителствата, масовото изтегляне на инвеститори от ФПП може да доведе до по-сериозни макроикономически последици. От финансовите инструменти, емитирани от ФПП на стойност 1 000 млрд. евро, най-голям дял се пада на банките — 85 %, дялът на правителствата е около 10 %, а търговските предприятия представляват около 5 %. Правителствата и много големите предприятия използват паричния пазар като средство за краткосрочно финансиране, наред с банковите кредитни линии. Всяко разпространяване на проблемите към пазара на краткосрочно финансиране би могло да създаде от своя страна директни и сериозни затруднения за финансирането на „реалната икономика“.

## **Разпространяване на проблемите върху спонсорите**

В миналото ФПП и най-вече тези от тях, които гарантират стабилна цена на обратно изкупуване на дяловете, разчитаха на капитал, предоставян по преценка на спонсорите, за да поддържат нетната стойност на своите активи в периоди на спад на цените на активите. Спонсорите на ФПП може да решат да предоставят своята финансова подкрепа, за да компенсират намаляването на нетната стойност на активите на техните фондове. Често страхът, че намаляващата нетна стойност на активите на техния ФПП може да предизвика паника, която да обхване и другите негови дейности (т. нар. риск по отношение на репутацията), принуждава спонсора да подкрепи спонсорирания от него ФПП. Този риск е още по-актуален по отношение на банките спонсори, тъй като паниката може да се разпространи сред редовите клиенти на банката, което от своя страна да предизвика несъстоятелност на самата банка.

По време на кризата бяха наблюдавани няколко случая на подкрепа, оказана от страна на спонсора.

Спонсорите са до голяма степен неподготвени да се изправят пред такива ситуации, тъй като тази „скрита“ гаранция не е заведена като изрична гаранция. Не се заделят капиталови резерви, които да послужат в случай на финансова подкрепа от страна на спонсора. Следователно в зависимост от размера на фонда и обема на исканията за обратно изкупуване, финансовата подкрепа на спонсорите може да достигне размери, които надхвърлят техните налични резерви. Най-големите доставчици на услуги в областта на ФПП управляват в световен мащаб активи на стойност над 250 млрд. евро, докато балансовата стойност на техните налични парични средства е само няколко стотин милиона.

## **Несправедливо третиране на инвеститорите**

По време на масово изтегляне всяко искане за обратно изкупуване води до намаляване на цената на фонда, тъй като фондът е задължен да продава активи при нарастващи разходи по поддържане на ликвидността. Това създава т.нар. „предимство на изпреварващия ход“, докато лицата, чиито дялове са били изкупени по-късно (често това са инвеститорите на дребно), трябва да поемат разходите, свързани с изкупените по-рано дялове. Следователно е налице прехвърляне на финансови средства от инвеститорите, чиито дялове са изкупени по-късно, към тези, освободили се по-рано от дяловете си. Цената, която получават за обратно изкупените си дялове, може да постави инвеститорите, чиито дялове са изкупени по-късно, безспорно в по-неизгодно положение, тъй като разликата в цената преди и след обратното изкупуване може да бъде съществена.

## **Последствия**

Тъй като паричният пазар и спонсорите са от системно значение, правителствата могат да бъдат принудени да се намесят при опасност от настъпване на криза на паричния пазар. Властите в САЩ изготвиха план, с който да бъдат гарантирани всички средства, инвестирани във ФПП. Необходима е и намесата на публичните органи в Европа, за да бъде спряно разпространението на проблема: Германия прие нов закон за стабилизиране на пазара, а Люксембург обяви, че ще предприеме всички необходими мерки за стабилизиране на националните ФПП. Несъгласуваните действия на европейските органи не доведоха до повишаване на стабилността на европейския пазар като цяло, тъй като те предизвикаха

прехвърляне на средствата на инвеститорите към ФПП, в полза на които бяха издадени подобни гаранции.

Последиците, произтичащи от ликвидацията на ФПП, могат да бъдат изключително неблагоприятни за инвеститорите, тъй като обратното изкупуване може да бъде преустановено за потенциално много дълъг период от време, през който размерът на точната сума, която ще бъде в крайна сметка възстановена, може да остане неустановен. По отношение на юридическите лица, вложили своите средства във ФПП, това преустановяване може да доведе до неизпълнение на планирани оперативни разходи, като например изплащане на заплати.

### **3. АНАЛИЗ НА СУБСИДИАРНОСТТА**

Подходите на националните регулатори се ограничават по същество до съответната държава членка. Регулирането на продукта и ликвидния профил на ФПП единствено на национално ниво поражда риска различни продукти да бъдат продавани като ФПП. Това би създавало объркване сред инвеститорите и затруднило установяването на равнопоставени условия в целия Съюз за тези, които предлагат ФПП на професионални инвеститори или на инвеститори на дребно. Аналогично, различните национални подходи относно основните характеристики на ФПП ще увеличат риска от трансгранично разпространение на проблемите, особено когато емитентите и ФПП са разположени в различни държави членки.

Освен това за избягването на трансграничното разпространение на проблемите между ФПП и неговите спонсори е от съществено значение да се създаде стабилна рамка, тъй като много оператори, предлагащи ФПП в Европа, са установени в държави членки, различни от тези, на чиито пазари се предлагат фондовете. Това е особено опасно, когато спонсорът се намира в държава членка, която не разполага с бюджетни средства за спасяване на намиращия се във фалит спонсор. Трансграничното измерение на предоставяното от спонсорите финансово подпомагане изпъква значително, тъй като основната част от ФПП са установени в две юрисдикции в рамките на ЕС (Ирландия и Люксембург), в рамките на които не е установена нито една банка спонсор.

Поради това е необходимо действие на европейско равнище.

### **4. ЦЕЛИ**

Основните цели са:

- 1) повишаване на финансовата стабилност на вътрешния пазар;
- 2) подобряване на защитата на инвеститорите във ФПП.

За постигането на тези основни цели е необходимо да се изпълнят следните конкретни цели:

- 1) предотвратяване на риска от разпространение на проблемите към реалната икономика;
- 2) предотвратяване на риска от разпространение на проблемите към спонсора;

3) намаляване на неблагоприятните последици за инвеститорите, чиито дялове са изкупени по-късно, особено по отношение на обратното изкупуване при неблагоприятни пазарни условия.

Конкретните цели, посочени по-горе, изискват постигането на следните оперативни цели:

- 1) осигуряване на необходимата ликвидност на фонда, за да бъдат изпълнени исканията на инвеститорите за обратно изкупуване;
- 2) промяна на структурата на ФПП, за да може обещаната стабилност да бъде постигната и при неблагоприятни пазарни условия.

## **5. ВАРИАНТИ НА ПОЛИТИКАТА**

За да бъде изпълнена първата оперативна цел (осигуряване на необходимото равнище на ликвидност на ФПП), службите на Комисията анализираха различни варианти на политика, обхващащи следните аспекти: три различни механизма за налагане на такси или ограничения при обратно изкупуване, вариант за въвеждане на ликвиден буфер, вариант по отношение на качеството на активите и диверсификацията, както и варианти, свързани с „профилиране на клиентите“ на ФПП.

За да бъде изпълнена втората оперативна цел (подготовка на ФПП, за да устоят на неблагоприятни пазарни условия), службите на Комисията анализираха различни варианти на политика, свързани със следните аспекти: вариант по отношение на прозрачността, два варианта по отношение на оценяването, налагащи променлива НСА, два варианта за налагане на буфери на НСА, вариант по отношение на банковия статут, вариант, комбиниращ въвеждането на променлива НСА и буфер на НСА, и вариант във връзка с използването на рейтинги.

## **6. ОЦЕНКА НА ВЪЗДЕЙСТВИЕТО НА ПРЕДПОЧЕТЕНИТЕ ВАРИАНТИ**

**Оперативна цел № 1: Предпочетени бяха вариантите за увеличаване на ликвидността и „опознаване на клиентите“**

Вариантите за увеличаване на ликвидността на активите от портфейла и въвеждането на политика за „опознаване на клиентите“ бяха сметени за най-подходящи, за да се гарантира, че ликвидността на фонда е достатъчна за изпълнението на исканията на инвеститорите за обратно изкупуване. От друга страна, трите варианта, основаващи се на налагане на такси или ограничения при обратно изкупуване, биха намалили драстично привлекателността на ФПП сред инвеститорите. Консултациите показаха, че тези варианти биха могли, от своя страна, да доведат до намаляване на общите активи, управлявани от ФПП, с което реалната икономика ще бъде лишена от важен инструмент за краткосрочно финансиране. Освен това при тези варианти, ограничаващи възможностите за обратно изкупуване, възникват въпроси по отношение на евентуалното им антициклично въздействие, което би довело до увеличаване, а не намаляване на системния риск.

Целта за повишаване на възможностите за изпълняване на исканията за обратно изкупуване ще бъде по-добре постигната посредством увеличаване на ликвидността на портфейла, като същевременно се гарантира, че активите от портфейла са достатъчно диверсифицирани и с добро качество. От една страна, инвеститорите ще получат по-добър достъп до ликвидност при намален риск, а от друга, това ще повиши способността на фонда да покрива големи по мащаб искания за обратно изкупуване. Счита се, че разходите за тези варианти ще бъдат относително скромни, тъй като по-голямата част от ФПП вече са разработили вътрешни правила в тази област. Последиците върху пазара на краткосрочен дълг изглеждат също така преодолими, тъй като само малка част от активи са инвестирани в дългосрочния край на краткосрочната крива на доходността. Политиката за прогнозиране на големи по мащаб искания за обратно изкупуване няма сама по себе си да може да предотврати евентуалното масово изтегляне на инвеститори, но ще представлява полезен и нескъпо струващ инструмент за управление на входящите и изходящите парични потоци.

## **Оперативна цел № 2: Предпочетени бяха вариантите за увеличаване на прозрачността, осигуряване на стабилност при оценяване и ограничаване на използването на рейтинги**

Като цяло всички анализирани варианти ще увеличат в различна степен финансовата стабилност, но при всеки от тях това ще бъде свързано с отрицателни последици. Предпочетени бяха вариантите с най-добро съотношение между постигната финансова стабилност и направени разходи.

Реформирането на методика на оценяване ще потвърди очевидната истина, че ФПП са обикновени взаимни фондове, които се влияят от ценовите колебания, като използването на методите на амортизираната стойност и закръгляването им позволяват да поддържат стабилни цени. Чрез налагане на изискването за оценяване по пазарни цени ще бъде даден ясен сигнал за инвеститорите, че не спонсорът на фонда, а самите те носят риска за инвестициите. Това ще намали или дори премахне стимулите за спонсора да предоставя финансова подкрепа, а възможностите за разпространяване на проблемите към спонсорите и банковата система ще бъдат ограничени. Вариантът за въвеждане на плаваща НСА е следователно най-подходящ за стабилизиране на сектора на ФПП и, на свой ред, за ограничаване на разпространяването на проблемите към банковия сектор. Не може обаче да бъде изключено, че някои инвеститори не биха желали да инвестират в променливи ФПП, което в крайна сметка би могло да доведе до свиване на сектора на ФПП. Последиците върху управителите се считат за по-малки.

Тъй като остават някои съмнения дали всички инвеститори във ФПП биха приели плаваща структура на НСА, лицето, предлагащо ФПП, ще има възможност да запази стабилната структура на НСА на фонда. Управителят на ФПП, използващ стабилна структура на НСА, ще трябва обаче да му осигури подходящ буфер на НСА. При варианта, комбиниращ въвеждането на променлива НСА и буфер на НСА, управителят на ФПП със стабилна структура на НСА ще трябва да финансира буфер, възлизащ на поне 3 % от управляваните от фонда активи. Както показаха случаите на подпомагане от спонсора по време на кризата (123 случая с американски ФПП), само 3 пъти подпомагането е надхвърлило 3 %. Когато Reserve Primary Fund фалира през 2008 г., той загуби 3 % от експозицията си към активи на Lehman Brothers в размер на 1,5 %. Буферът няма да осигури пълна гаранция за притежателите на акции с постоянна нетна стойност (ПНСА) на ФПП, но с това

равнище на буфера се постига баланс между необходимостта от стабилен и сигурен модел на ПНСА и финансовия капацитет на лицето, управляващо фонда.

Предимството на варианта за плаваща НСА е, че системните рискове биват отразени по един много ефективен и прост начин, докато при варианта, комбиниращ двете системи, е отчетен евентуалният негативен ефект върху цялостното финансиране на европейската икономика, ако всички ФПП бъдат задължени да използват плаваща НСА.

Макар вариантът за стабилна НСА и подходящи буфери на НСА да се нарежда като „втората най-добра“ алтернатива след варианта за въвеждане на плаваща НСА, гореспомнатата комбинация между двата варианта може при строго определени условия да бъде препоръчана, за да се гарантира, че общата политика на плаваща НСА няма да доведе до ненужно дестабилизиране на краткосрочното финансиране на европейската икономика като цяло.

Постигането на прозрачност относно избрания метод ще накара управителите да повишат своята прозрачност и към инвеститорите. Проблемът, свързан с масовото изтегляне на инвеститори вследствие на понижаване на кредитния рейтинг, може да бъде решен, поне на равнището на самия фонд, единствено чрез ограничаване на използването на рейтинги.

### **Въздействие върху трети държави**

Свързаната с паралелната банкова система дейност се извършва в международен мащаб. Препоръките на IOSCO по отношение на ФПП, както и тяхното одобрение от СФС, трябва да бъдат приложени във всяка отделна държава от Г-20. Изключително важно е да се гарантира, че планираните реформи по отношение на ликвидността и стабилността на ФПП се прилагат по съгласуван начин, за да се избегне евентуалният регулаторен арбитраж и рискът от разпространение на проблемите между отделните юрисдикции. Следователно вариантите, предпочетени в настоящата оценка на въздействието, отразяват препоръките на IOSCO и СФС.

Специално внимание трябва да се обърне на САЩ, тъй като те са най-големият пазар на ФПП. Пазарите на ФПП — както в Европа, така и в САЩ, са взаимосвързани. Установените в САЩ ФПП са важен инвеститор в инструменти на паричния пазар, емитирани в Европа. И обратно, ФПП от ЕС са важен инвеститор в инструменти на паричния пазар, емитирани в САЩ. И от двете страни на Атлантическия океан ФПП представляват важен източник на финансиране не само за корпоративните емитенти и банките на своя континент, но също и за сходните дружества от другия континент. Властите от САЩ също така предприеха реформа на ФПП, като с тях се провежда интензивен диалог с оглед съгласуване на последващите фази от законодателния процес.

## **7. НАБЛЮДЕНИЕ И ОЦЕНКА**

Последващата оценка на всички нови законодателни мерки ще има приоритетно значение за Комисията. Бъдещият регламент ще стане обект на изчерпателна оценка, за да се определи, наред с другото, неговата ефективност и ефикасност по



отношение на постигането на представените в настоящия доклад цели и да се прецени дали са необходими нови мерки или изменения.

По отношение на показателите и източниците на информация, които биха могли да се използват при оценката, ще бъдат ползвани данни от различни източници. Те ще бъдат използвани за наблюдаване на равнището на ликвидност, видовете активи, емитентите на активите и инвеститорите във ФПП. Въз основа на тези показатели ще бъде възможно да се направят заключения относно въздействието на реформата върху финансовата стабилност.