EUROPSKA
KOMISIJA

Bruxelles, 20.7.2023.
COM(2023) 452 final

IZVJEŠĆE KOMISIJE EUROPSKOM PARLAMENTU I VIJEĆU

o primjerenosti Uredbe (EU) 2017/1131 Europskog parlamenta i Vijeća o novčanim fondovima s bonitetnog i gospodarskog stajališta

SADRŽAJ

1. UVOD 3

1.1. Kontekst 3

1.2. Pravna osnova izvješća 4

1.3. Metodologija i postupak savjetovanja 4

2. SEKTOR NOVČANIH FONDOVA DANAS 5

2.1. Ključne promjene uvedene Uredbom o novčanim fondovima 5

2.2. Struktura tržišta danas 7

2.3. Najnovija tržišna kretanja i stečena iskustva 11

3. PRIMJERENOST UREDBE O NOVČANIM FONDOVIMA SA STAJALIŠTA RAZBORITOSTI I S GOSPODARSKOG STAJALIŠTA 15

3.1. Novčani fondovi i dužnički financijski instrumenti koje izdaju ili za koje jamče države članice EU-a 15

3.2. Jedinstvene definicije prenosive imovine visoke i vrlo visoke likvidnosti i kreditne kvalitete 16

3.3. Učinak Uredbe o novčanim fondovima na tržišta kratkoročnog financiranja 17

3.4. Regulatorna kretanja na međunarodnoj razini 18

3.4.1. Smanjenje rizika od bijega ulagatelja 19

3.4.2. Jačanje likvidnosti novčanih fondova i njihove sposobnosti apsorbiranja gubitaka 20

3.4.3. Ostale mjere 22

3.5. Izvedivost uspostave minimalne kvote javnog duga EU-a od 80 % 22

4. ZAKLJUČCI 23

POKRATE

AIFMD	Direktiva o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova
CNAV	novčani fond s nepromjenjivim NAV-om
ESB	Europska središnja banka
ESMA	Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala
ESRB	Europski odbor za sistemske rizike
EUR	euro
FSB	Odbor za financijsku stabilnost
GBP	funta sterlinga
LVNAV	novčani fond s neto vrijednošću imovine niske volatilnost
MMF	novčani fond
Uredba o novčanim fondovima	Uredba (EU) 2017/1131 o novčanim fondovima
NAV	neto vrijednost imovine
NCA	nacionalno nadležno tijelo
USD	američki dolar
UCITS	subjekt za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire
VNAV	novčani fond s promjenjivom neto vrijednošću imovine
WMA	imovina koja dospijeva tjedno

1. UVOD

1.1. Kontekst

Uredba (EU) 2017/1131 o novčanim fondovima (Uredba o novčanim fondovima) predložena je nakon globalne financijske krize, koja je razotkrila određene nedostatke financijskih tržišta i njihovih regulatornih režima u cijelom svijetu. Od početka njezine primjene u siječnju 2019. tom je uredbom znatno poboljšan regulatorni režim za novčane fondove u EU-u, u skladu s preporukama Odbora za financijsku stabilnost (FSB), Međunarodne organizacije komisija za vrijednosne papire (IOSCO)[1] i Europskog odbora za sistemske rizike (ESRB).

Djelotvornost tog novog regulatornog okvira provjerena je u okolnostima tržišnog stresa povezanog s pandemijom bolesti COVID-19. Taj stres različito je utjecao na novčane fondove u različitim jurisdikcijama zbog razlika u strukturi tržišta novčanih fondova (npr. prevladavajuće vrste novčanih fondova, profili ulagatelja i temeljna ulaganja) i preostalih razlika u regulatornom okviru za novčane fondove. Glavne središnje banke, na primjer Europska središnja banka (ESB) i Savezne rezerve (središnja banka SAD-a), poduzele su razne mjere radi ublažavanja tih učinaka, među ostalim izravne kupnje komercijalnih zapisa[2] na primarnim i sekundarnim tržištima, davanje zajmova bankama za kupnju imovine od novčanih fondova (Savezne rezerve) i osiguravanje prihvatljivog kolaterala za operacije refinanciranja za neosigurane obveznice banaka (ESB). Te su intervencije poboljšale likvidnost i povjerenje na tržištima kratkoročnih dužničkih instrumenata, što je pridonijelo i usporavanju isplata iz novčanih fondova. Iako je u ožujku 2020. i tijekom drugih razdoblja tržišnog stresa došlo do znatnih odljeva iz određenih vrsta novčanih fondova, nijedan novčani fond iz EU-a nije morao aktivirati naknade za isplatu ili ograničenja isplate[3] niti suspendirati isplate.

Nakon pojave tržišnog stresa prouzročenog pandemijom bolesti COVID-19 svjetska i europska bonitetna tijela počela su pripremati prijedloge politika za povećanje otpornosti novčanih fondova. Konkretno, FSB[4], ESRB[5] i Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA)[6] predložili su razne reforme kako bi se spriječilo da novčani fondovi pojačaju likvidnosne šokove u razdoblju stresa. Prema jednom od tih prijedloga novčanim fondovima s NAV-om niske volatilnosti onemogućila bi se primjena računovodstvene metode amortiziranog troška. Međutim, to bi moglo smanjiti djelotvornost novčanih fondova kao

---

1 Međunarodna organizacija komisija za vrijednosne papire (IOSCO) provela je stručnu ocjenu provedbe reformi u području novčanih fondova u različitim jurisdikcijama te je 20. studenoga 2020. objavila izvješće o tematskom preispitivanju usklađenosti u provedbi reformi u području novčanih fondova. U tom se izvješću potvrđuje visok stupanj usklađenosti ostvarenih regulatornih ciljeva s njezinim početnim preporukama.

2 Komercijalni zapis: neosigurano obećanje o plaćanju određenog iznosa na navedeni datum dospijeća koje se izdaje na donositelja (Međunarodni monetarni fond, 2003.). Komercijalne zapise uglavnom izdaju nefinancijska društva.

3 Naknade za isplatu instrument su za upravljanje likvidnošću kojima se uvodi obično paušalna naknada koju plaćaju ulagatelji koji prodaju udjele u fondu (obično unutar unaprijed utvrđenog razdoblja). Ograničenja isplate instrument su za upravljanje likvidnošću kojim se ulagatelje u fondu sprečava da povuku dio svojeg kapitala u određenom razdoblju.

4 FSB, 11. listopada 2021., Prijedlozi politike za jačanje otpornosti novčanih fondova

5 ESRB, 2. prosinca 2021., Preporuka o reformi novčanih fondova

6 ESMA, 14. veljače 2022., Mišljenje ESMA-e o preispitivanju Uredbe o novčanim fondovima

alternativa za upravljanje likvidnošću u odnosu na bankovne depozite i ograničiti mogućnosti društava u upravljanju gotovinom[7].

1.2. Pravna osnova izvješća

Ovo izvješće sastavljeno je u skladu s člankom 46. stavkom 1. Uredbe o novčanim fondovima, u kojem se od Komisije traži da ocijeni funkcioniranje Uredbe o novčanim fondovima na temelju analize postojećih pravila sa stajališta razboritosti i s gospodarskog stajališta, u skladu sa zaključcima savjetovanja s ESMA-om i, prema potrebi, ESRB-om, te u skladu s člankom 46. stavkom 2. u kojem se pobliže određuju elementi koje treba uzeti u obzir pri sastavljanju ovog izvješća. U tom se članku od Komisije traži i da ocijeni je li potrebno unijeti izmjene u režim novčanih fondova javnog duga s nepromjenjivim NAV-om i novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti.

1.3. Metodologija i postupak savjetovanja

Ovo izvješće temelji se na nizu studija koje su provela europska i međunarodna tijela. Pri sastavljanju izvješća FSB-a[8] i mišljenja ESMA-e[9] koristile su se informacije dobivene od dionika. Potonja izvješća te preporuke ESRB-a[10] sadržavaju opsežne podatke i dokaze dobivene od nadzornih tijela. ESB je objavio ocjenu djelotvornosti regulatornog okvira EU-a sa stajališta financijske stabilnosti, koja se temelji na ponašanju novčanih fondova tijekom krize uzrokovane bolešću COVID-19[11]. To se izvješće dodatno temelji i na znanstvenim radovima.

Komisija je u razdoblju od 12. travnja do 20. svibnja 2022. provela savjetovanje s dionicima kako bi dobila njihova mišljenja o funkcioniranju Uredbe o novčanim fondovima[12]. Svoj doprinos dostavilo je ukupno 48 ispitanika. Više od dvije trećine ispitanika navelo je da je Uredba o novčanim fondovima bila djelotvorna u ostvarivanju svojih ključnih ciljeva u smislu osiguravanja likvidnosti, povećanja zaštite ulagatelja, sprečavanja rizika od zaraze te poboljšanja transparentnosti, nadzora i financijske stabilnosti jedinstvenog tržišta. Ti ispitanici smatraju da je Uredba o novčanim fondovima pridonijela integraciji tržišta kapitala i povećala otpornost novčanih fondova, ponajprije svojim pravilima o kreditnoj kvaliteti[13] i sastavu imovine[14]. Povratne informacije dobivene od dionika potvrđuju da je važno osigurati usklađenost pravila na razini EU-a i jačanja nadzora. Osim toga, prekogranični ulagatelji cijene i to što im Uredba o novčanim fondovima omogućuje upravljanje gotovinom na globalnoj razini primjenom standardnog postupka i s računovodstvenog stajališta i sa stajališta upravljanja rizicima.

---

7 Novčani fondovi privatnog duga sa stabilnim NAV-om imaju karakteristike slične depozitima i ulažu u obveze koje izdaju banke, a nefinancijska društva koriste ih kao instrumente za upravljanje likvidnošću.

8 FSB, 11. listopada 2021., Prijedlozi politike za jačanje otpornosti novčanih fondova

9 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-49-437_finalreportMMF Regulationeview.pdf

10 https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2022/html/esrb.pr.220125~32ad91c140.en.html

11 ESB, listopad 2022., „Je li Uredba EU-a o novčanim fondovima svrsishodna? Iskustva stečena u previranjima uzrokovanima bolešću COVID-19”, Serija radnih dokumenata, br. 2737

12 https://finance.ec.europa.eu/Regulation-and-supervision/consultations/finance-2022-money-market-funds_en

13 Članci od 19. do 23. Uredbe (EU) 2017/1131 (Uredba o novčanim fondovima).

14 Članci od 8. do 18. Uredbe (EU) 2017/1131 (Uredba o novčanim fondovima).

2. SEKTOR NOVČANIH FONDOVA DANAS

2.1. Ključne promjene uvedene Uredbom o novčanim fondovima

Prije uvođenja Uredbe o novčanim fondovima većina novčanih fondova u EU-u poslovala je u skladu s pravilima iz Direktive UCITS[15], njezinim provedbenim aktima i smjernicama te sektorskim kodeksima ponašanja. Francuska, Irska i Luksemburg glavne su zemlje sjedišta novčanih fondova u EU-u. Luksemburg i Irska razvili su sektor novčanih fondova s nepromjenjivim NAV-om u stranim valutama koji su usmjereni na institucionalne ulagatelje izvan EU-a.

Uredbom o novčanim fondovima uveden je poseban i znatno razrađeniji regulatorni režim za novčane fondove u EU-u. Njome su se ponajprije nastojali riješiti problemi kreditnog i likvidnosnog rizika s kojima su se novčani fondovi suočili tijekom krize iz 2008. Tim su okvirom usklađene bitne značajke proizvoda koje čine novčani fond i na taj način uspostavljena jedinstvena razina zaštite ulagatelja primjenom pravila o likvidnosti i upravljanja likvidnosnim rizikom, što uključuje pravila o zaštitnim slojevima likvidnosti, imovini u koju novčani fondovi mogu ulagati, diversifikaciji, vrednovanju i unutarnjoj procjeni kreditne kvalitete. Povećani su i transparentnost prema ulagateljima i nadzor, među ostalim sveobuhvatnim izvješćivanjem nacionalnim nadležnim tijelima.

Osim toga, Uredbom o novčanim fondovima izričito se zabranjuje „vanjska potpora" kako bi se izbjegao rizik od zaraze između sektora novčanih fondova i ostatka financijskog sektora. U skladu s politikom „upoznaj svojeg klijenta" upravitelji svih vrsta novčanih fondova imaju obvezu predviđanja učinka istovremenih isplata nekoliko ulagatelja. Svi upravitelji moraju u svakom trenutku svojih računovodstvenih ciklusa prilagođavati stvarnu razinu likvidnosti konkretnim potrebama svojih klijenata za gotovinom.

Uredbom o novčanim fondovima stvorena je nova vrsta novčanog fonda – novčani fond s NAV-om niske volatilnosti – kao zamjena za novčane fondove s nepromjenjivim NAV-om koji ulažu u dug koji nije javni. Slično novčanim fondovima javnog duga s nepromjenjivim NAV-om, novčanim fondovima s NAV-om niske volatilnosti dopušteno je primjenjivati računovodstvenu metodu amortiziranog troška kako bi se ponudila stabilna cijena pri isplati, ali samo pod uvjetom da vrijednost temeljne imovine ne odstupa za više od 20 baznih bodova od tržišne vrijednosti neto imovine fonda[16]. Te dvije vrijednosti objavljuju se svakodnevno. Ako odstupanje premašuje 20 baznih bodova, novčani fond s NAV-om niske volatilnosti mora prijeći s nepromjenjivog na promjenjivi NAV[17].

Usklađivanje s Uredbom o novčanim fondovima dovelo je do određenih pravnih i operativnih troškova za upravitelje imovine, koji su morali prebaciti postojeće fondove u novi režim, povećati transparentnost, poboljšati svoje postupke upravljanja rizicima i pomno pratiti svoja

---

[15] Direktiva 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 13. srpnja 2009. o usklađivanju zakona i drugih propisa u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS).

[16] Razlikovno obilježje novčanog fonda javnog duga s nepromjenjivim NAV-om i novčanog fonda s NAV-om niske volatilnosti zaokruživanje je NAV-a na drugu decimalu. Međutim, to je moguće jedino unutar dopuštenog raspona od 20 baznih bodova za novčane fondove s NAV-om niske volatilnosti (za razliku od novčanih fondova s promjenjivim NAV-om, kod kojih je moguće zaokruživanje na četvrtu decimalu). To zaokruživanje znači da ulagatelji pri isplati udjela ne moraju uključiti u portfelj vrlo male neostvarene kapitalne dobitke i gubitke.

[17] Uredbom o novčanim fondovima uvodi se niz drugih pravila za portfelj i vrednovanje kojima je svrha zaštita ulagatelja i stabilnost financijskog tržišta.

ulaganja te povezane kredite i likvidnosne rizike, a sve to kako bi osigurali usklađenost sa zahtjevima za likvidnosnu pokrivenost. Posljedice u obliku troškova nastale su i za neke treće strane, kao što su distributeri, platforme i skrbnici. Ulagatelji u novčane fondove morali su izdvojiti dodatno vrijeme i resurse kako bi uspostavili politike ulaganja, kontrole i nadzor usklađene s tim okvirom, sustavima riznice i računovodstvenim postupcima te kako bi osigurali da revizori budu zadovoljni novim strukturama novčanih fondova u pogledu novca i novčanih ekvivalenata. Međutim, rezultati savjetovanja nisu upućivali na to da su troškovi prekomjerni niti su otkrili znatnu mogućnost pojednostavnjenja.

Europsko udruženje društava za upravljanje fondovima i imovinom u svojoj je studiji o stanju tržišta (*Market Insights*) iz listopada 2020. primijetilo da su strogi regulatorni zahtjevi uvedeni Uredbom o novčanim fondovima i povećani troškovi regulatornog usklađivanja doveli do smanjenja broja novčanih fondova u obliku UCITS-a za 16 % u prvom tromjesečju 2019. jer je određen broj upravitelja imovine odlučio zatvoriti svoje novčane fondove, ponajprije male novčane fondove, ili ih pretvoriti u kratkoročne obveznički fondove. Osim toga, određeni fondovi više nisu ispunjavali strože regulatorne zahtjeve uvedene Uredbom o novčanim fondovima, pa se više nisu smatrali novčanim fondovima. Unatoč smanjenju broja novčanih fondova, europski novčani fondovi imali su znatne neto priljeve 2019. i 2020.

Tablica 1: Glavne karakteristike i zaštitne mjere novčanih fondova u EU-u

	Kratkoročni novčani fond			**Standardni novčani fond**
	Novčani fond sa stabilnim NAV-om		**Novčani fond s promjenjivim NAV-om**	
Naziv	novčani fond javnog duga s nepromjenjivim NAV-om[18]	novčani fond s NAV-om niske volatilnosti[19]	kratkoročni novčani fond s promjenjivim NAV-om[20]	standardni novčani fond s promjenjivim NAV-om[21]
Javni dug	najmanje 99,5 % u javnom dugu, obratnim repo ugovorima osiguranima javnim dugom i gotovini	dopušteno		
Ponderirano prosječno dospijeće[22]	najviše 60 dana			najviše 6 mjeseci
Ponderirano prosječno trajanje[23]	najviše 120 dana			najviše 12 mjeseci

[18] Novčani fond javnog duga s nepromjenjivom neto vrijednošću imovine u skladu s člankom 2. točkom 11. Uredbe o novčanim fondovima.

[19] Novčani fond s neto vrijednošću imovine niske volatilnosti u skladu s člankom 2. točkom 12. Uredbe o novčanim fondovima.

[20] Novčani fond s promjenjivom neto vrijednošću imovine kojim se upravlja kao kratkoročnim novčanim fondom u skladu s člankom 2. točkom 14. Uredbe o novčanim fondovima.

[21] Novčani fond s promjenjivom neto vrijednošću imovine kojim se upravlja kao standardnim novčanim fondom u skladu s člankom 2. točkom 15. Uredbe o novčanim fondovima.

[22] Kako je definirano člankom 2. točkom 19. Uredbe o novčanim fondovima.

[23] Kako je definirano člankom 2. točkom 20. Uredbe o novčanim fondovima.

Dospijeće imovine	najviše 397 dana	najviše 2 godine s usklađivanjem kamatnih stopa u roku od najviše 397 dana
Imovina koja dospijeva dnevno	najmanje 10 %	najmanje 7,5 %
Imovina koja dospijeva tjedno	najmanje 30 % (od čega je javni dug ograničen na 17,5 %)	najmanje 15 %

2.2. Struktura tržišta danas

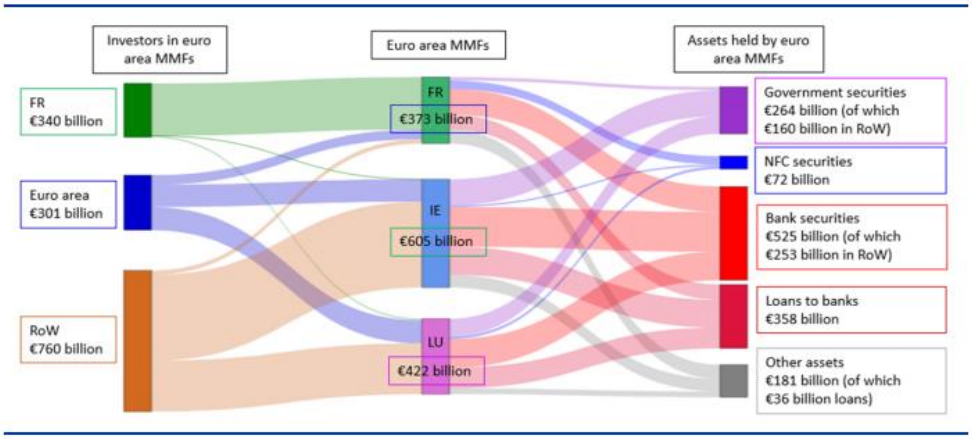
U članku 46. stavku 2. točki (a) Uredbe o novčanim fondovima od Komisije se traži da analizira iskustvo stečeno primjenom predmetne uredbe te utjecaj na ulagatelje, novčane fondove i upravitelje novčanih fondova u Uniji.

Ukupna imovina novčanih fondova na europodručju iznosila je krajem 2021. približno 1,5 bilijuna EUR, podijeljena među novčanim fondovima javnog duga s nepromjenjivim NAV-om (11 % ukupne imovine pod upravljanjem), novčanim fondovima s NAV-om niske volatilnosti (46 %), kratkoročnim novčanim fondovima s promjenjivim NAV-om (12 %) i standardnim novčanim fondovima s promjenjivim NAV-om (31 %). Novčani fondovi u EU-u uglavnom su izraženi u EUR (42 %), USD (31 %) i GBP (22 %) i koncentrirani su u malom broju zemalja, ponajprije u Irskoj, Luksemburgu i Francuskoj, na koje se odnosi 42 %, 26 % odnosno 25 % ukupne imovine kojom upravljaju novčani fondovi u EU-u[24].

Novčani fondovi javnog duga s nepromjenjivim NAV-om i novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti uglavnom su izraženi u USD i GBP i imaju sjedišta u Irskoj i Luksemburgu. Novčani fondovi izraženi u EUR prvenstveno su strukturirani kao standardni novčani fondovi s promjenjivim NAV-om i većinom imaju sjedišta u Francuskoj (192 fonda prema stanju iz prosinca 2021.).

Slika 1: Tko ulaže u novčane fondove na europodručju i kamo ti fondovi potom ulažu?
Izvor: ESB, Makrobonitetni bilten, travanj 2021.

[24] Vidjeti i izvješća ESMA-e i ESRB-a.



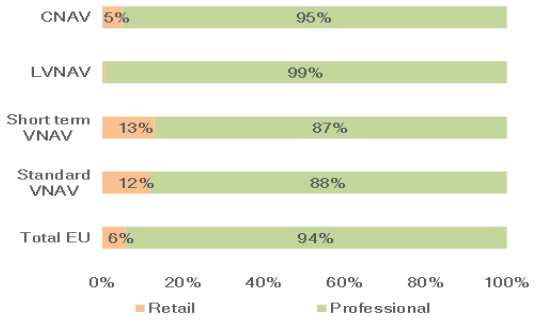
Sources: ECB securities holdings statistics, BSI and authors' calculations.
Notes: The data are as of Q3 2020. "RoW" means "rest of the world". Loans to banks include both deposits and repos. Debt securities account for around 98% of MMFs' total holdings of securities, and more than two-thirds of those debt securities are short-term debt securities (i.e. securities with an original maturity of one year or less). Values from ECB securities and holdings statistics are rescaled to match aggregates in BSI data.

Korporativni i institucionalni ulagatelji drže većinu dionica/udjela u novčanim fondovima na europodručju, kako je prikazano na 2. slici[25]. Na profesionalne ulagatelje odnosi se 95 % NAV-a novčanih fondova s nepromjenjivim NAV-om i 99 % NAV-a novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti. U novčanim fondovima s promjenjivim NAV-om udio neprofesionalnih ulagatelja nešto je viši, a iznosi 13 % za kratkoročne novčane fondove s promjenjivim NAV-om i 12 % za standardne novčane fondove s promjenjivim NAV-om[26].

Kako je prikazano na 3. slici, financijske institucije glavni su ulagatelji u novčane fondove svih vrsta i čine 59 % NAV-a, a nefinancijska društva čine 19 % NAV-a.

Ulagatelji izvan EU-a prevladavaju u Luksemburgu i Irskoj, kako je prikazano na 4. slici. Ulagatelji izvan EU-a čine više od 77 % NAV-a novčanih fondova u Irskoj i gotovo 63 % u Luksemburgu. U slučaju novčanih fondova u Irskoj prvenstveno je riječ o ulagateljima iz Ujedinjene Kraljevine (koji čine 60 % ulagatelja u irske fondove na temelju iznosa koje posjeduju). To odražava važnost novčanih fondova sa sjedištem u tim državama članicama izraženih u valutama koje nisu valute država članica EU-a. Za razliku od toga, u Francuskoj se gotovo 76 % NAV-a odnosi na francuske domaće ulagatelje.

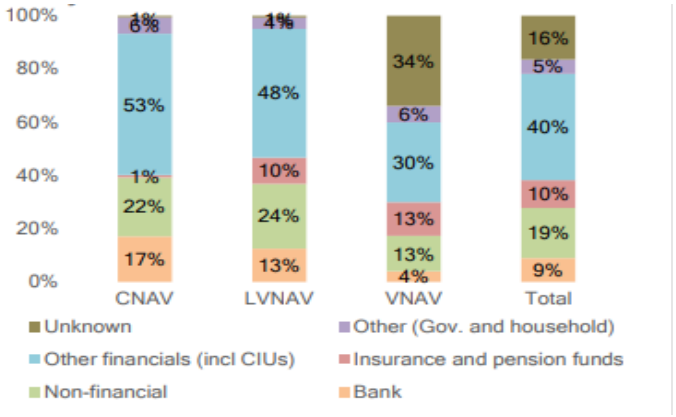
Slika 2: Neprofesionalni i profesionalni ulagatelji u novčane fondove (% ukupnog NAV-a)
Izvor: ESMA, Izvješće o tržištu za 2023.



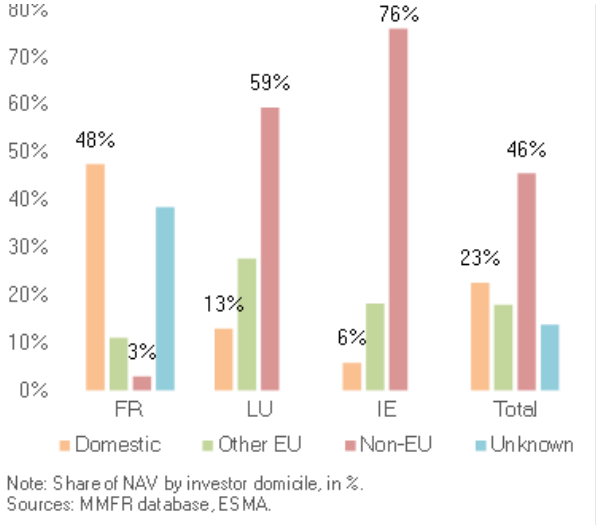
25 ESMA, 8. veljače 2023.: „Tržište novčanih fondova u EU-u 2023."

26 Uzrok tomu u velikoj su mjeri novčani fondovi sa sjedištem u Francuskoj, u kojima neprofesionalni ulagatelji čine 12 % NAV-a zbog postojanja sustavâ štednje zaposlenika.

Slika 3: Vrste ulagatelja u novčane fondove po sektoru (% ukupnog NAV-a)
Izvor: ESMA, baza podataka za Uredbu o novčanim fondovima



Slika 4: Udio u NAV-u po zemlji sjedišta/boravišta ulagatelja (u %)
Izvor: ESMA, baza podataka za Uredbu o novčanim fondovima



U razgovorima s ulagateljima u novčane fondove i odgovorima dobivenima u okviru savjetovanja s dionicima ističe se da su ulagateljima pri njihovoj odluci o ulaganju najvažniji sljedeći kriteriji: unutardnevna/dnevna likvidnost, očuvanje kapitala i diversifikacija. Ulagatelji su naveli da su im pri odlukama o ulaganju važne i druge karakteristike novčanih fondova u EU-u, kao što su kvaliteta portfelja ili stopa prinosa. Novčani fondovi uglavnom se koriste kao instrumenti upravljanja gotovinom.

Udjeli u novčanim fondovima smatraju se „novcem i novčanim ekvivalentima" prema računovodstvenom standardu MRS7[27]. To se odnosi na novčane fondove s nepromjenjivim NAV-om i novčane fondove s NAV-om niske volatilnosti zbog njihove stabilne vrijednosti i mogućnosti unutardnevnih isplata. U određenim jurisdikcijama taj računovodstveni postupak primjenjuje se i na novčane fondove s promjenjivim NAV-om. Odgovori dobiveni u okviru savjetovanja koje je provela Komisija pokazuju da bi prisiljavanje društava na ulaganje u druge instrumente s drukčijim karakteristikama dovelo do nesigurnosti u računovodstvenom postupanju s tim proizvodima kao s „novcem ili novčanim ekvivalentima" te bi ujedno

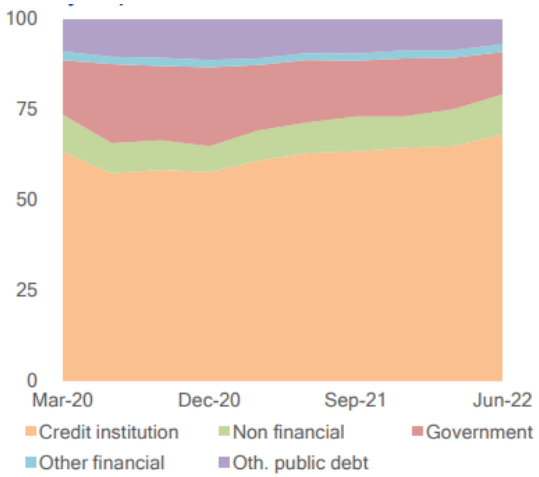
[27] Uredba (EZ) br. 1126/2008, međunarodni računovodstveni standard 7, točka 6.: „Novčani ekvivalenti su kratkotrajna, visoko likvidna ulaganja koja se mogu brzo konvertirati u poznate iznose novca te koja su podložna beznačajnom riziku promjena vrijednosti."

ograničilo mogućnosti društava u upravljanju gotovinom jer drugi instrumenti možda ne nude unutardnevnu likvidnost.

Novčani fondovi javnog duga s nepromjenjivim NAV-om moraju ulagati najmanje 99,5 % svoje imovine u javni dug, obratne repo ugovore osigurane javnim dugom i gotovinu. Novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti i novčani fondovi s promjenjivim NAV-om prvenstveno ulažu u instrumente tržišta novca (67 % njihove ukupne imovine) koje dopunjuju ulaganjima u depozite, repo ugovore i obratne repo ugovore te drugu kratkoročnu imovinu.

Kako je prikazano na 5. slici, novčani fondovi u EU-u uglavnom su izloženi financijskom sektoru, što uključuje kreditne institucije, čiji vrijednosni papiri čine više od 60 % ukupnog udjela instrumenata tržišta novca koje drže novčani fondovi u EU-u. Izloženosti prema nefinancijskim društvima i dalje su ograničene (10 % udjela instrumenata tržišta novca), a uglavnom ih drže novčani fondovi s promjenjivim NAV-om[28]. Novčani fondovi u EU-u ukupno drže od 50 % do 70 % financijskih komercijalnih zapisa i prenosivih potvrda o depozitima izraženih u eurima[29] (FSB, 2021.).

Slika 5: Instrumenti tržišta novca koje drže novčani fondovi uglavnom su izloženi financijskom sektoru (% udjela instrumenata tržišta novca)
Izvor: Baza podataka za Uredbu o novčanim fondovima, platforma Eikon, nacionalna nadležna tijela i ESMA



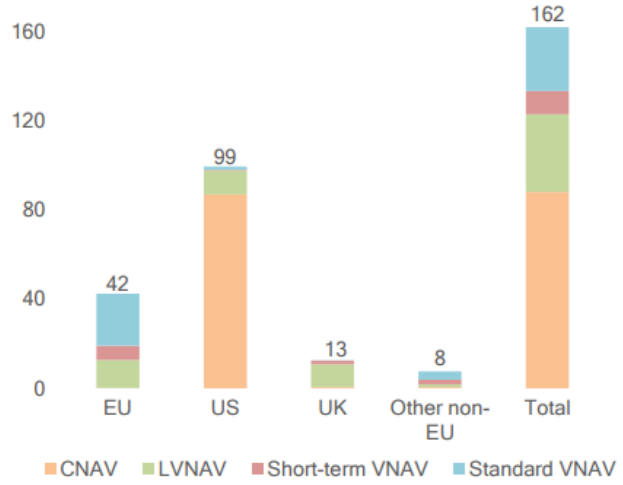
Kako je prikazano na 6. slici, većina izloženosti novčanih fondova u EU-u prema javnom dugu odnosi se na izloženost prema javnom dugu država izvan EU-a (74 % izloženosti javnom dugu krajem 2021.). Te izloženosti uglavnom drže novčani fondovi s nepromjenjivim NAV-om. Ti fondovi znatno su smanjili svoj udio državnih obveznica, sa 62 % ukupne imovine u lipnju 2021. na 32 % u lipnju 2022., i istodobno povećali svoju izloženost tržištu repo ugovora, na što su ih potaknula očekivanja o promjeni kamatnih stopa. Udio državnih obveznica u portfeljima novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti znatno se povećao tijekom 2020., ali je tijekom 2021. i prve polovine 2022. ponovno prilagođen kako bi odgovarao udjelu u sastavu portfelja koji je postojao prije izbijanja bolesti COVID-19.

[28] ESMA, 8. veljače 2023.: „Tržište novčanih fondova u EU-u 2023."

[29] Potvrda o depozitu: „potvrda koju izdaje banka i kojom se potvrđuje postojanje depozita u toj banci na određeni rok i po određenoj kamatnoj stopi" (MMF, 2003.).

Novčani fondovi s promjenjivim NAV-om obično imaju manji udio javnog duga, u prosjeku 7 % svoje imovine[30].

Slika 6: Izloženost javnom dugu na kraju 2021., u mlrd. EUR
Izvor: Baza podataka za Uredbu o novčanim fondovima, nacionalna nadležna tijela i ESMA



2.3. Najnovija tržišna kretanja i stečena iskustva

Posljednjih je godina nekoliko stresnih događaja stavilo na kušnju okvir za novčane fondove. Pandemija bolesti COVID-19, koja je izbila u ožujku 2020., dovela je do naglog povećanja potražnje za sigurnom i likvidnom imovinom i u financijskom i u nefinancijskom sektoru. Tržišna likvidnost znatno se pogoršala na velikom broj tržišta i potaknula središnje banke na intervencije dotad neviđenih razmjera. Vrijednost glavnih burzovnih indeksa pala je za više od 30 % u nekoliko tjedana, a financijska tržišta doživjela su znatno povećanje volatilnosti u prvim mjesecima pandemije. Zbog opće nesigurnosti ulagatelji nisu bili skloni ulaganju u financijska tržišta, što je dovelo do golemih gubitaka u vrijednosti imovine.

Znatan stres pretrpjele su i korporativne obveznice i novčani fondovi. Prinosi korporativnih obveznica znatno su porasli u veljači i ožujku 2020. Novčani fondovi izloženi privatnim tržištima, tj. novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti i novčani fondovi s promjenjivim NAV-om u EU-u i primarni novčani fondovi u SAD-u[31], zabilježili su velike odljeve. Novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti sa sjedištima u EU-u pretrpjeli su odljeve u iznosu od 51,4 milijarde EUR u ožujku 2020.[32] te su se suočili s problemima pri prodaji svojih komercijalnih zapisa i potvrda o depozitima jer banke nisu htjele ili mogle otkupiti te vrijednosne papire, uključujući i one koje su same izdale[33].

Taj stres bio je naročito jak u slučaju novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti izraženih u USD, kako je prikazano na 7. slici i u relevantnoj literaturi[34]. Kako su se njihovi

---

30 Isto.

31 Primarni novčani fond vrsta je novčanog fonda u SAD-u koji prvenstveno ulaže u nedržavne vrijednosne papire.

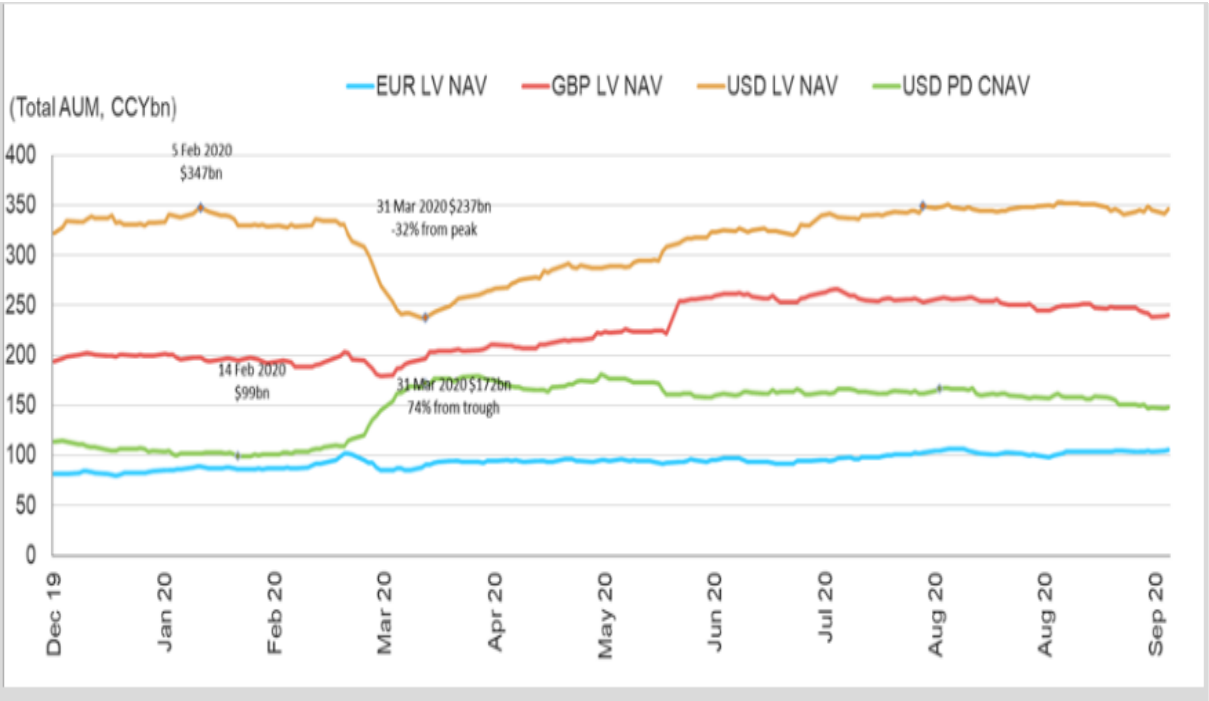
32 ESMA, rujan 2021., „Izvješće o trendovima, rizicima i osjetljivostima", br. 2, 2021.

33 Komercijalni zapisi i potvrde o depozitima obično se drže do roka dospijeća, pa čak i ako imaju vrlo kratak rok dospijeća, sekundarno tržište tim vrijednosnim papirima nije likvidno čak ni u uobičajenim okolnostima. Pritom se znatan dio potražnje za tim instrumentima odnosi na novčane fondove.

34 Kako se navodi u raznim izvješćima, uključujući FSB-ove Prijedloge politike za jačanje otpornosti novčanih fondova iz listopada 2021., ESRB-ov Dopis o sistemskim osjetljivostima novčanih fondova i

udjeli u imovini koja dospijeva tjedno približavali regulatornom minimumu od 30 %, neki ulagatelji vjerojatno su bili zabrinuti zbog sve veće vjerojatnosti da će upravitelji fondova posegnuti za dostupnim instrumentima za upravljanje likvidnošću (tj. naknadama za likvidnost ili ograničenjima isplate). Zabrinutost zbog moguće primjene instrumenata za upravljanje likvidnošću bila je naročito izražena na tržištu SAD-a, što se može objasniti činjenicom da ulagatelji iz EU-a općenito lakše prihvaćaju naknade nego ulagatelji iz SAD-a jer su naviknuti na naknade u okviru UCITS-a. Kako je prikazano na 7. slici, to je dovelo do učinka prelijevanja za novčane fondove sa sjedištem u EU-u, pri čemu je došlo do kombinacije isplata iz novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti izraženih u USD i upisa u novčane fondove javnog duga s nepromjenjivim NAV-om izražene u USD koji su bili sličnih razmjera, što je ukazivalo na mogući učinak zamjene (ili bijeg prema kvalitetnoj imovini).

Slika 7: Promjene u imovini pod upravljanjem različitih vrsta novčanih fondova u razdoblju oko ožujka 2020. Izvor: Europsko udruženje društava za upravljanje fondovima i imovinom; podaci dobiveni od kuća Fitch Ratings i iMoneyNet



Podaci[35] pokazuju da su novčani fondovi s niskom razinom imovine koja dospijeva tjedno zabilježili veće odljeve od novčanih fondova s visokom razinom takve imovine. Ta analiza može se protumačiti kao dokaz da su institucionalni ulagatelji tražili isplatu svojih udjela iz novčanih fondova kako bi izbjegli da se na njih primijene naknade i ograničenja. Osim toga, studije koje su izradili Avalos i Xia (2021.)[36], Darpeix (2021.)[37] te Dunne i Giuliana (2021.)[38]

preliminarnim razmatranjima u okviru politike o njihovoj reformi iz srpnja 2021. i ESB-ov članak iz Makrobonitetnog biltena iz travnja 2021. pod naslovom „Koliko je djelotvorna Uredba EU-a o novčanim fondovima? Iskustva stečena u previranjima uzrokovanima bolešću COVID-19".

35 ESMA, 2021., „Izvješće o trendovima, rizicima i osjetljivostima", br. 1, 2021.

36 Avalos, F. i Xia, D. (2021.), *Investor size, liquidity and prime money market fund stress* („Veličina ulagatelja, likvidnost i stres za primarne novčane fondove"), *BIS Quarterly Review Special Feature*, stranice 17.–29.

pokazuju da su koeficijenti likvidnosti bili glavni razlozi koji su doveli do isplate u slučaju novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti, ali ne i u slučaju novčanih fondova s promjenjivim NAV-om, što upućuje na moguće nepoželjne učinke praga[39]. S obzirom na razmjere krize i globalnu gospodarsku situaciju do koje je dovela pandemija, glavne središnje banke poduzele su niz mjera za potporu tržištima kapitala. Ta potpora provodila se:

- izravnim kupnjama potvrda o depozitima i komercijalnih zapisa izraženih u domaćoj valuti (ESB[40], središnja banka Ujedinjene Kraljevine (*Bank of England*)[41], Savezne rezerve) na primarnom ili sekundarnom tržištu,
- osiguravanjem prihvatljivog kolaterala za neosigurane obveznice koje su izdale banke (ESB),
- i kreditnim instrumentima namijenjenima bankama za kupnju imovine od novčanih fondova (Savezne rezerve)[42].

Kao posljedica intervencije središnjih banaka smanjila se učestalost podnošenja zahtjeva za isplatu i poboljšala likvidnost na temeljnim tržištima novca. Iako su te intervencije prvenstveno bile usmjerene na vraćanje povjerenja u dubinu i likvidnost tržišta kratkoročnog financiranja, neizravno su pomogle i novčanim fondovima u EU-u.

Previranja na tržištu iz ožujka 2020. pokazala su da neki segmenti financijskog tržišta ne mogu apsorbirati velika i nagla povećanja pritisaka na prodaju. To je možda bilo i posljedica toga što je ponuda likvidnosti bila ograničenija te su pružatelji likvidnosti slabije reagirali na nagla povećanja potražnje u odnosu na situaciju prije financijske krize iz 2008. Bez obzira na to, nijedan novčani fond u EU-u u ožujku 2020. nije morao uvesti naknade za isplate ili ograničenja isplate niti suspendirati isplate. Nadalje, nijedan novčani fond s NAV-om niske volatilnosti nije premašio pragove utvrđene u Uredbi o novčanim fondovima zbog čega bi se morao pretvoriti u novčani fond s promjenjivim NAV-om (u nekim novčanim fondovima s NAV-om niske volatilnosti izraženima u USD odstupanje tržišnog NAV-a od nepromjenjivog NAV-a približilo se gornjoj granici od 20 baznih bodova). Međutim, te bi rezultate trebalo oprezno tumačiti i razmatrati ih u svojem kontekstu s obzirom na intervencije središnjih banaka kojima se podupiralo tržišta.

---

37 Darpeix, P.-E. i Mosson, N. (2021.), *Detailed analysis of the portfolios of French money market funds during the COVID-19 crisis in early 2020* („Detaljna analiza portfelja francuskih novčanih fondova tijekom krize uzrokovane bolešću COVID-19 početkom 2020.”), AMF.

38 Dunne, P. i Raffaele, G. (2021.), *Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?* („Dovode li ograničenja likvidnosti do povećanja isplata iz novčanih fondova tijekom krize uzrokovane bolešću COVID-19”), Radni dokument ESRB-a br. 127.

39 ESMA, 14. veljače 2022., „Mišljenje ESMA-e o preispitivanju Uredbe o novčanim fondovima”.

40 ESB je u ožujku 2020. najavio daljnju potporu za eurska tržišta novca proširenjem svojeg postojećeg programa kupnje za korporativni sektor kako bi se obuhvatili nefinancijski komercijalni zapisi izraženi u eurima s preostalim rokom do dospijeća od samo 28 dana (što je smanjenje u odnosu na prethodni minimum od šest mjeseci). ESB-ov program kupnje za korporativni sektor stoga je samo neizravno išao u korist novčanim fondovima izraženima u lokalnoj valuti tako što je pridonio vraćanju povjerenja u temeljna tržišta instrumenata izražena u eurima.

41 Paolo Cavallino i Fiorella De Fiore, 5. lipnja 2020., *Central banks' response to COVID-19 in advanced economies* („Odgovor središnjih banaka u naprednim gospodarstvima na krizu uzrokovanu bolešću COVID-19”), Bilten Banke za međunarodne namire br. 21.

42 Međutim, instrumenti ESB-a i kreditni instrument za likvidnost novčanih fondova (MMLF) Saveznih rezervi nisu se primjenjivali na novčane fondove s NAV-om niske volatilnosti iz EU-a, pa su oni na početku pretrpjeli odljeve, ali su se ubrzo oporavili nakon tih objava središnjih banaka.

Od veljače 2022. ruska invazija na Ukrajinu i s njom povezane geopolitičke napetosti negativno utječu na financijska tržišta, ponajprije na cijene robe i s njima povezane izvedenice. Budući da novčani fondovi u EU-u ulažu u imovinu visoke likvidnosti s kratkim rokovima dospijeća i minimalnim kreditnim rizikom, nisu pretrpjeli znatne gubitke ili odljeve. Novčani fondovi prilagodili su se toj situaciji tako što su u imovinu koju drže uključili više instrumenata s još kraćim rokovima dospijeća, koji su manje izloženi kamatnom riziku[43], i povećali svoju likvidnost. Postoje određeni znakovi neizravnog učinka ulagatelja koji prodaju drugu imovinu ili moraju odgovoriti na pozive za uplatu marže, pa koriste novčane fondove u EU-u za pohranjivanje ili kao izvor likvidnosti. Međutim, čini se da su priljevi i odljevi bili relativno uravnoteženi, pa u toj situaciji nijedan novčani fond u EU-u nije morao uvoditi naknade za isplatu ili suspendirati isplate.

Iskustvo tržišnog stresa u rujnu 2022. u Ujedinjenoj Kraljevini negativno je utjecalo i na novčane fondove u EU-u sa znatnom izloženošću imovini u Ujedinjenoj Kraljevini i/ili s ulagateljima iz Ujedinjene Kraljevine (to se ponajprije odnosi na irske novčane fondove, kod kojih ulagatelji iz Ujedinjene Kraljevine čine 60 % baze ulagatelja prema iznosima koje posjeduju). Prema dostupnim podacima, došlo je do neizravnih negativnih posljedica na novčane fondove izražene u GBP, koje su uglavnom povezane s ulagateljima koji su trebali brz pristup likvidnosti nakon povećanog iznosa poziva za uplatu marže i prisilnih prodaja, što se ponajprije odnosi na fondove sa strategijama ulaganja koje se temelje na obvezama[44]. Neki novčani fondovi izraženi u GBP imali su povećane odljeve (pet fondova pretrpjelo je kumulativni odljev veći od 10 %)[45] nedugo nakon najave „mini proračuna” u Ujedinjenoj Kraljevini 23. rujna 2022.

To stanje brzo se preokrenulo nakon intervencije središnje banke Ujedinjene Kraljevine (*Bank of England*) radi potpore tržištu prvorazrednih državnih obveznica. U listopadu 2022. novčani fondovi u EU-u izraženi u GBP zabilježili su priljeve od gotovo 30 %. Nadalje, u posljednjem tjednu rujna 2022. novčani fondovi u EU-u izraženi u GBP poduzeli su mjere za jačanje svoje otpornosti tako što su povećali udio likvidne imovine u svojim portfeljima, čime su se znatno povećale dnevne i tjedne razine likvidnosti[46].

Iako je jedan novčani fond s NAV-om niske volatilnosti skoro prekoračio regulatorno ograničenje za odstupanje od NAV-a, čini se da se taj sektor općenito dobro držao i ispunio svoju ulogu instrumenta za pohranu kratkoročne likvidnosti. Epizoda s ulaganjima koja se temelje na obvezama jasno ističe ulogu novčanih fondova kao sredstava za upravljanje likvidnošću za institucionalne ulagatelje i pokazuje važnost očuvanja otpornosti sektora novčanih fondova na različite vrste gospodarskih šokova.

U ožujku 2023. nakon previranja u bankovnom sektoru nisu zabilježene nikakve značajne negativne posljedice na novčane fondove u EU-u. U SAD-u je propast banke Silicon Valley Bank navela neke deponente da posumnjaju u sigurnost bankovnih depozita, a u prvom redu onih koji premašuju granice do kojih se pruža regulatorna zaštita. To je potaknulo prijelaz na novčane fondove u SAD-u, koji su nudili više prinose i bolju fleksibilnost. Nadalje, previranja

[43] Imovini s kraćim trajanjem svojstvene su manje promjene u cijeni nakon kamatnog šoka. Novčani fondovi u prosjeku su znatno smanjili svoje ponderirano prosječno dospijeće s prethodnih razina od gotovo 50 dana potkraj 2020. i 2021. na sadašnjih 19 dana, što je najniža razina u posljednjih deset godina.

[44] Te su strategije u prvom redu primjenjivali mirovinski fondovi pod pokroviteljstvom poslodavaca, koji su koristili financijsku polugu kako bi uskladili svoju imovinu i obveze u okolnostima niskih kamatnih stopa.

[45] ESMA, veljača 2023., Izvješće o trendovima, rizicima i osjetljivostima, br. 1, 2023.

[46] ESMA, veljača 2023., Izvješće o trendovima, rizicima i osjetljivostima, br. 1, 2023.

u bankovnom sektoru dovela su u posljednjim tjednima ožujka 2023. do povećanja priljeva u instrument Saveznih rezervi za prekonoćne obratne repo ugovore (ON RRP). Nakon što je banka UBS preuzela banku Credit Suisse došlo je do znatnih priljeva i u novčane fondove u EU-u, uključujući priljev od 17,7 milijardi EUR u novčane fondove izražene u eurima u ožujku 2023., što bi moglo upućivati na to da sudionici na tržištu smatraju da je sektor novčanih fondova u EU-u otporan.

3. PRIMJERENOST UREDBE O NOVČANIM FONDOVIMA SA STAJALIŠTA RAZBORITOSTI I S GOSPODARSKOG STAJALIŠTA

U sljedećem odjeljku preispituje se primjerenost Uredbe o novčanim fondovima sa stajališta razboritosti i s gospodarskog stajališta, u skladu sa zahtjevima iz članka 46. stavka 2. te uredbe.

Novčani fondovi posebna su kategorija investicijskih fondova. Čvrsto su isprepleteni, s jedne strane, s poduzećima koja posluju u realnom gospodarstvu i bankovnom sektoru i, s druge strane, s ključnim dijelovima financijskih tržišta. Imaju važnu dvostruku gospodarsku funkciju kao instrument upravljanja likvidnošću i gotovinom i kao instrument kratkoročnog financiranja za financijske i nefinancijske subjekte. Nisu homogeni, a njihova struktura i karakteristike rizika razlikuju se među jurisdikcijama[47].

3.1. Novčani fondovi i dužnički financijski instrumenti koje izdaju ili za koje jamče države članice EU-a

U članku 46. stavku 2. točkama (b) i (c) Uredbe o novčanim fondovima od Komisije se zahtijeva da procijeni ulogu novčanih fondova u kupnji dužničkih financijskih instrumenata koje izdaju ili za koje jamče države članice i da uzme u obzir karakteristike tih dužničkih financijskih instrumenata i njihovu ulogu u financiranju država članica.

Zbog relativno niske likvidnosti i dugih rokova dospijeća dužničkih financijskih instrumenata koje izdaju ili za koje jamče države članice EU-a, novčani fondovi u EU-u ne ulažu znatne iznose u te vrijednosne papire. Umjesto toga, većina izloženosti novčanih fondova u EU-u prema javnom dugu odnosi se na izloženost prema javnom dugu država izvan EU-a (koja je krajem 2021. iznosila 119 milijardi EUR, odnosno 74 % ukupne izloženosti javnom dugu). Konkretnije, gotovo cijeli udio koji novčani fondovi s nepromjenjivim NAV-om drže u javnom dugu odnosi se na javni dug SAD-a (a taj je udio krajem 2021. iznosio 88 milijardi EUR). Kad je riječ o novčanim fondovima s NAV-om niske volatilnosti, krajem 2021. javni dug država članica EU-a činio je 36 % izloženosti tih fondova državnim obveznicama, dok su državne obveznice Ujedinjene Kraljevine i SAD-a činile približno 60 % te izloženosti. Za razliku od drugih vrsta novčanih fondova, većina udjela koji novčani fondovi s promjenjivim NAV-om drže u javnom dugu odnosila se na instrumente država članica EU-a, koji su krajem 2021. činili više od 75 % izloženosti tih fondova javnom dugu[48]. Međutim, novčani fondovi s promjenjivim NAV-om općenito imaju manji udio javnog duga u odnosu na druge vrste novčanih fondova (svega 7 % svoje imovine).

U skladu s Uredbom o novčanim fondovima, u novčanim fondovima s NAV-om niske volatilnosti ili novčanim fondovima javnog duga s nepromjenjivim NAV-om javni dug s

47 FSB, 11. listopada 2021., Prijedlozi politike za jačanje otpornosti novčanih fondova

48 ESMA, 8. veljače 2023.: „Tržište novčanih fondova u EU-u 2023."

duljim preostalim rokom do dospijeća[49] ipak može činiti do 17,5 postotnih bodova od potrebnih 30 % udjela imovine koja dospijeva tjedno. Sudionici u savjetovanju naveli su da se čini da gornja granica od 17,5 % nije u skladu s tretmanom javnog duga u drugim zakonodavnim okvirima (odjeljak 3.2.). Međutim, Uredbom o novčanim fondovima novčanim se fondovima dopušta da ulože do 100 % svoje imovine u javni dug, pri čemu se ograničenja odnose isključivo na zaštitne slojeve likvidnosti novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti i novčanih fondova javnog duga s nepromjenjivim NAV-om zbog duljeg roka dospijeća i veće volatilnosti te imovine u odnosu na imovinu koja dospijeva tjedno. Sudionici u savjetovanju naveli su i da mnogi ulagatelji koriste novčane fondove javnog duga s nepromjenjivim NAV-om jer ne žele ili ne mogu ulagati u kreditne portfelje. Uzrok tomu obično su posebni zahtjevi za kolateral odnosno kapitalni ili regulatorni zahtjevi, npr. zahtjevi da gotovinske pozicije moraju biti osigurane isključivo javnim dugom ili regulatorni zahtjevi kao što su zahtjevi za likvidnu imovinu visoke kvalitete. Drugi ulagatelji navode da se u novčane fondove javnog duga s nepromjenjivim NAV-om ulaže radi diversifikacije, ali ta tržišta nisu dovoljno velika da se zadovolje potrebe upravljanja gotovinom nekih ulagatelja.

3.2. Jedinstvene definicije prenosive imovine visoke i vrlo visoke likvidnosti i kreditne kvalitete

U članku 46. stavku 2. točki (d) Uredbe o novčanim fondovima od Komisije se traži da uzme u obzir izvješće iz članka 509. stavka 3. Uredbe (EU) br. 575/2013.

U skladu s člankom 509. stavkom 3. Uredbe (EU) br. 575/2013 Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo (EBA) dobilo je zadaću da izvijesti Komisiju o primjerenim jedinstvenim definicijama prenosive imovine visoke i vrlo visoke likvidnosti i kreditne kvalitete. Banke ulažu u tu imovinu kako bi ispunile regulatorne zahtjeve za likvidnosnu pokrivenost u skladu s pravilima koje određuje Bazelski odbor za nadzor banaka.

EBA je to izvješće izdala 20. prosinca 2013.[50] i pritom preporučila da bi njezine empirijske zaključke trebalo dopuniti kvalitativnim/stručnim mišljenjem koje se temelji i na savjetima nadzornih tijela. EBA je na temelju empirijske analize raznih oblika financijske imovine kojom se trguje u EU-u napravila razliku između imovine visoke likvidnosti i kvalitete i imovine vrlo visoke likvidnosti i kvalitete. EBA je u skladu s međunarodnim standardima preporučila da se prenosivom imovinom vrlo visoke likvidnosti i kreditne kvalitete trebaju smatrati sve obveznice u domaćoj valuti koje izdaju ili za koje jamče države članice i središnje banke Europskog gospodarskog prostora te obveznice koje izdaju ili za koje jamče nadnacionalne institucije.

Upravljanje likvidnosnim rizikom za upravitelje imovine obuhvaća niz zaštitnih mjera: stupnjevane rokove dospijeća, naročito za manje likvidnu imovinu, dnevne i tjedne razrede likvidnosti ovisno o roku dospijeća imovine u portfelju, pravila o kreditnoj kvaliteti imovine, poznavanje baze ulagatelja u novčani fond te pravila o ponašanju i likvidnosti imovine i njihovim korelacijama. Od 2017. veća pozornost pridaje se jačanju upravljanja likvidnosnim rizikom, što uključuje rad na testiranju otpornosti novčanih fondova na stres, transparentnosti

[49] Sve dok ta imovina ima visok stupanj likvidnosti i može se isplatiti i namiriti u roku od jednog radnog dana, može se računati u imovinu koja dospijeva tjedno i čiji preostali rok do dospijeća iznosi do 190 dana.

[50] Područje rada 5: Izvješće o koeficijentu likvidnosne pokrivenosti u skladu s člankom 481. stavkom 1. Uredbe o kapitalnim zahtjevima (europa.eu).

i nadzoru, definiciji likvidne imovine i prihvatljivosti imovine za zahtjeve za likvidnosnu pokrivenost.

Prema pravilima EU-a za upravljanje imovinom ne može se automatski pretpostaviti da je određena imovina likvidna te se mora provesti odgovarajuće testiranje likvidnosti. Upravitelji imovine u tu svrhu moraju uvesti odgovarajući postupak upravljanja rizicima, koji se sustavno preispituje i prilagođava njihovim strategijama ulaganja i vrstama ulagatelja (politika „upoznaj svojeg klijenta"). Likvidnost i kreditna kvaliteta mjere se u svakom pojedinačnom slučaju na razini financijskih instrumenata i cjelokupnog portfelja.

Stoga, iako se određena imovina prema okviru EU-a za bankovni sektor može smatrati imovinom visoke ili vrlo visoke likvidnosti, to ne mora automatski biti tako u kontekstu novčanih fondova, pa bi u svakom pojedinačnom slučaju trebalo provesti analizu radi utvrđivanja likvidnosti i kreditne kvalitete imovine fonda.

3.3. Učinak Uredbe o novčanim fondovima na tržišta kratkoročnog financiranja

U članku 46. stavku 2. točki (e) Uredbe o novčanim fondovima od Komisije se zahtijeva da uzme u obzir učinak te uredbe na tržišta kratkoročnog financiranja.

Novčani fondovi dio su šireg ekosustava kratkoročnog financiranja. Previranja u ožujku 2020. razotkrila su određene strukturne osjetljivosti, praznine u podacima i regulatorne nesigurnosti na europskim tržištima kratkoročnog financiranja. Iako ta pitanja nadilaze područje primjene Uredbe o novčanim fondovima, i dalje su važna za dobro funkcioniranje novčanih fondova u EU-u.

Tržište kratkoročnog financiranja izvanburzovno je tržište na kojem posreduju trgovci. Postoje dokazi da je to tržište kratkoročnog financiranja fragmentirano i netransparentno[51]. Relevantne informacije rascjepkane su među brojnim mjestima trgovanja, a nijedno od njih ne može dati sveobuhvatnu sliku tržišta zbog nepotpunog izvješćivanja, nejasnog djelokruga, neusklađenih terminologija itd.

Studija pokazuje i da su aktivnosti na sekundarnom tržištu (ponude za kupnju i prodaju, cijene, količine itd.) gotovo potpuno netransparentne. To otežava utvrđivanje cijena, dovodi do neučinkovitosti na tim tržištima te novčanim fondovima otežava primjereno praćenje rizika u stresnim situacijama. Osim toga, to sprečava regulatorna tijela da točno procijene strukturnu likvidnost tržišta. Povećana transparentnost mogla bi doprinijeti povećanju dinamičnosti i otpornosti tržišta kratkoročnog financiranja, čime bi se smanjio i rizik povezan s novčanim fondovima u slučaju velikog stresa.

Većina ispitanika u okviru savjetovanja, uključujući ispitanike i nadzorna tijela iz financijskog sektora, istaknula je potrebu da se poveća transparentnost i pomogne pri utvrđivanju cijena na tržištima kratkoročnih vrijednosnih papira tako da se zahtijeva više objava o instrumentima kojima se trguje i nepodmirenim iznosima.

[51] Darpeix, P.-E., ožujak 2022., *The market for short-term debt securities in Europe: what we know and what we do not know* („Tržište kratkoročnih dužničkih vrijednosnih papira u Europi: što znamo i što ne znamo"), *Authorité des Marchés Financiers* – Pregled rizika i trendova.

Nadalje, s obzirom na manji stupanj likvidnosti i netransparentnost tog tržišta, postoji opasnost da bi se tržišni stres mogao prenijeti na druge novčane fondove takozvanom dinamikom zaraze. Kako bi mogli ispuniti zahtjeve za isplatu, novčani fondovi moraju ulagati u dovoljno likvidnu imovinu. Ti likvidni instrumenti uključuju obratne repo ugovore (često prekonoćne), blagajničke zapise i bankovne depozite. Ostali instrumenti (potvrde o depozitu, komercijalni zapisi) ne mogu se uvijek brzo prodati (jer se obično drže do roka dospijeća, a sekundarna tržišta nisu dovoljno duboka, što povećava učinak na cijene u slučaju prodaje), ali imaju vrlo kratak rok dospijeća. Ako dođe do bijega ulagatelja, novčani fondovi prvo bi za ispunjenje zahtjeva za isplatu koristili prihode od imovine koja dospijeva na naplatu ili bi otkazali svoje obratne repo transakcije. Ako se bijeg ulagatelja nastavi, novčani fondovi prodali bi svoju likvidnu imovinu bez daljnjeg ulaganja u kratkoročne instrumente, što bi dovelo do naglog smanjenja izvora financiranja za poduzeća.

U načelu bi se ta dinamika zaraze mogla izbjeći ako bi novčani fondovi svoju gotovinu mogli ulagati u instrumente kod kojih naglo povlačenje ne bi dovodilo do zaraze na tržištu. Jedan instrument koji ispunjava taj zahtjev bili bi depoziti u samoj središnjoj banci. Primjer jednog takvog aranžmana postoji u SAD-u, gdje novčani fondovi mogu svoje prekomjerne iznose gotovine položiti u instrument Saveznih rezervi SAD-a za prekonoćne obratne repo ugovore (ON RRP). Osim što sprečava dinamiku zaraze u situacijama pritiska na likvidnost, taj instrument ujedno stavlja sektor novčanih fondova u SAD-u u povoljniji položaj u odnosu na novčane fondove u EU-u u smislu fleksibilnosti u upravljanju njihovim priljevima likvidnosti[52]. To se vidjelo na primjeru bankovne krize pokrenute propašću banke Silicon Valley Bank koja je dovela do povećanja priljeva u novčane fondove u SAD-u, što je potom rezultiralo porastom upotrebe tog instrumenta Saveznih rezervi u posljednjim tjednima ožujka 2023. Do ožujka 2023. novčani fondovi i drugi prihvatljivi sudionici držali su u tom instrumentu više od 2,3 bilijuna USD[53].

3.4. Regulatorna kretanja na međunarodnoj razini

U članku 46. stavku 2. točki (f) Uredbe o novčanim fondovima od Komisije se zahtijeva da uzme u obzir regulatorna kretanja na međunarodnoj razini.

Događaji povezani s pandemijom dali su snažan poticaj za daljnje jačanje regulatornog okvira za novčane fondove. To je dovelo do nekoliko prijedloga reformi regulatornog okvira za novčane fondove, koje su iznijeli ESMA, ESRB i FSB, kako bi se ograničili sistemski rizici i zajamčilo da sektor novčanih fondova može izdržati potencijalni budući likvidnosni ili tržišni stres. Opcije politike koje su predložila različita tijela i institucije mogu se razvrstati u sljedeće skupine: 1. smanjenje rizika od bijega ulagatelja (ponajprije uklanjanjem obilježja sličnih depozitima iz određenih novčanih fondova); 2. jačanje likvidnosti novčanih fondova i njihove sposobnosti apsorbiranja gubitaka; i 3. mjere za pripremu na buduće krize. Ti su prijedlozi navedeni u 2. tablici, a podrobnije se objašnjavaju u nastavku.

Tablica 2 – Glavni prijedlozi politike

ciljevi politike	prijedlozi politike	1. ESMA	2. ESRB	3. FSB
smanjenje rizika od	uklanjanje mogućnosti primjene metode	□da	□da	da

[52] Međutim, odluka o otvaranju takvog instrumenta likvidnosti novčanim fondovima nije u nadležnosti Europske Komisije, već je za to nadležan ESB.

[53] Obratne repo operacije – BANKA SAVEZNIH REZERVI U NEW YORKU (newyorkfed.org)

bijega ulagatelja	amortiziranog troška za novčane fondove s NAV-om niske volatilnosti			
	odvajanje aktivacije instrumenata za upravljanje likvidnošću od regulatornih pragova za novčane fondove s NAV-om niske volatilnosti i novčane fondove s nepromjenjivim NAV-om	da	da	da
	uvođenje troška za isplatu ulagateljima koji su podnijeli zahtjev za isplatu		da	da
jačanje likvidnosti novčanih fondova i njihove sposobnosti apsorbiranja gubitaka	pravila o primjeni instrumenata za upravljanje likvidnošću	da	da	da
	promjene dnevne i tjedne stope likvidnosti	da	da	
	uvođenje minimalne stope ulaganja u javni dug	dobrovoljno držanje udjela	da	
	povećanje iskoristivosti likvidnosnih udjela u razdoblju stresa	da	da	
	uvođenje minimalne rizične bilance			da
	zaštitni sloj kapitala			da
ostale mjere	jačanje okvira za testiranje otpornosti na stres	da	da	
	vanjska potpora (uključivanje izjave ESMA-e u propise)	da		
	pravila o objavljivanju rejtinga novčanih fondova	da		
	napredniji zahtjevi za izvješćivanje	da	da	

- Mišljenje ESMA-e o reformi Uredbe o novčanim fondovima, 14. veljače 2022.
- Preporuka ESRB-a o reformi novčanih fondova, 25. siječnja 2022.
- Preporuke FSB-a skupini G20 o reformama novčanih fondova, 11. listopada 2021. (Prijedlozi politike za jačanje otpornosti novčanih fondova).
- Nacrt izmjena pravila za novčane fondove Komisije za vrijednosne papire i burzu SAD-a (SEC), 15. prosinca 2021. (Reforme novčanih fondova) – za javno savjetovanje.
- Zajednički dokument za raspravu o novčanim fondovima Tijela za financijsko poslovanje (FCA) i središnje banke Ujedinjene Kraljevine (*Bank of England*), svibanj 2022. (Otpornost novčanih fondova) – za javno savjetovanje do 23. srpnja 2022.

(*) Prijedlog o zahtjevu za držanje minimalnog udjela imovine visoke likvidnosti koji uključuje javni dug i maksimalnog udjela imovine s nižom likvidnošću u okolnostima tržišnog stresa (npr. 40 % u potvrdama o depozitu i komercijalnim zapisima privatnog sektora).
(**) Središnja banka Ujedinjene Kraljevine (*Bank of England*) i Tijelo za financijsko poslovanje razmatraju pokretanje savjetovanja o uklanjanju stabilnog NAV-a iz novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti. Novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti imali bi slična pravila kao i kratkoročni novčani fondovi s promjenjivim NAV-om. Razmatra se i ograničavanje veličine tržišta novčanih fondova javnog duga s nepromjenjivim NAV-om.

3.4.1. Smanjenje rizika od bijega ulagatelja

Međunarodne organizacije i nadzorna tijela kao što su ESRB i ESMA preporučili su da novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti postanu novčani fondovi s promjenjivim NAV-om, slijedeći pritom primjer SAD-a[54]. Tom promjenom nastojalo bi se smanjiti rizik od bijega ulagatelja uzrokovanog učincima praga tako da se ulagateljima ograniče mogućnosti isplate iz novčanih fondova po nepromjenjivim cijenama koje u razdobljima tržišnog stresa nisu nužno u skladu s trenutačnom tržišnom vrijednošću temeljne imovine. U tu se svrhu predlaže

[54] Tu je izmjenu Komisija za vrijednosne papire i burzu SAD-a (SEC) provela 2016. U skladu s njezinom reformom svi institucionalni primarni novčani fondovi (to jest nedržavni novčani fondovi koje koriste institucionalni ulagatelji) bili su dužni preoblikovati se u novčane fondove s promjenjivim NAV-om. Zbog toga se imovina uložena u te novčane fondove u SAD-u znatno smanjila u godinama koje su prethodile provedbi tih reformi, i to u korist državnih novčanih fondova SAD-a (koji imaju stabilni NAV).

zabrana primjene računovodstvene metode amortiziranog troška i s njom povezanog zaokruživanja na drugu decimalu, što novčanim fondovima s NAV-om niske volatilnosti omogućuje da nude stabilnu cijenu pri isplati.

Međutim, ta opcija politike podrazumijevala bi radikalnu promjenu za tržište novčanih fondova u EU-u i ponajprije bi dovela do nestanka tržišta novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti. Prelaskom sa stabilnog na promjenjivi NAV uklonila bi se obilježja tih proizvoda slična depozitima, što je jedna od glavnih svrha koje ulagatelji navode kao razlog za korištenje tih novčanih fondova. Većina ispitanika u okviru savjetovanja imala je prilično kritično stajalište o uklanjanju novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti. Većina ispitanika smatrala je da bi u tom slučaju neki ulagatelji napustili tržište novčanih fondova. Ograničena dostupnost ekonomski održivih alternativa i zamjena za novčane fondove s NAV-om niske volatilnosti mogla bi navesti ulagatelje da se okrenu manje reguliranim proizvodima.

Kao alternativa tomu, trenutačni ulagatelji u novčane fondove s NAV-om niske volatilnosti mogli bi ulagati u novčane fondove javnog duga s nepromjenjivim NAV-om (koji trenutačno čine 11 % tržišta), u novčane fondove s promjenjivim NAV-om (ponajprije u kratkoročne novčane fondove s promjenjivim NAV-om) ili izravno na kratkoročnom tržištu. Međutim, odgovori dobiveni u savjetovanju s dionicima pokazuju da je segment novčanih fondova javnog duga s nepromjenjivim NAV-om premalen da zadovolji potrebe upravljanja gotovinom ulagatelja i da ne ispunjava njihove zahtjeve za likvidnosnu pokrivenost. Nadalje, ispitanici navode da bi uklanjanje novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti dovelo do povećanja tržišnog natjecanja za državnu imovinu, koju koriste banke kao imovinu visoke kvalitete i likvidnosti te mnogi drugi ulagatelji za potrebe upravljanja likvidnošću.

Neki ispitanici navode da bi alternativa tomu mogli biti kratkoročni novčani fondovi s promjenjivim NAV-om, ali pritom ističu nesigurnosti u pogledu njihova računovodstvenog tretmana kao „novca i novčanih ekvivalenata” u raznim jurisdikcijama. Nadalje, takve promjene imale bi i porezne posljedice. Većina ispitanika u okviru savjetovanja navodi da bi koristili bankovne depozite kao alternativne instrumente ako novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti ne bi više bili dostupni, unatoč tomu što bi bankovni depoziti doveli do povećanja kreditnog rizika druge ugovorne strane i znatno smanjili diversifikaciju rizika u odnosu na diversificirane portfelje koje pružaju novčani fondovi.

Općenito, sudionici u savjetovanju cijene korisnost novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti, a naročito operativnu jednostavnost korištenja koju pružaju ulagateljima zbog mogućnosti zaokruživanja cijene udjela unutar gornje granice od 20 baznih bodova. Ako novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti ne bi više bili dostupni, ispitanici se boje da neće biti alternativnih mogućnosti za diversifikaciju ulaganja i rizika. U obzir bi trebalo uzeti i otpornost novčanih fondova s NAV-om niske volatilnosti za vrijeme previranja u ožujku 2020., tijekom kojih nijedan takav novčani fond nije aktivirao instrumente za upravljanje likvidnošću niti se pretvorio u novčani fond s promjenjivim NAV-om.

3.4.2. Jačanje likvidnosti novčanih fondova i njihove sposobnosti apsorbiranja gubitaka

Bonitetna i nadzorna tijela predložila su niz opcija politike usmjerenih na daljnje jačanje sposobnosti novčanih fondova za suočavanje s visokom stopom zahtjeva za isplatu i zaštitu javnog interesa i financijske stabilnosti.

Iako se Uredbom o novčanim fondovima ne propisuje automatska povezanost primjene instrumenata upravljanja likvidnošću i razina likvidnosti, probijanje minimalnog udjela od 30 % za imovinu koja dospijeva tjedno može potencijalno aktivirati uvođenje ograničenja isplate ili naknada za isplatu. Čini se da je to primoralo upravitelje fondova da svoje udjele imovine koja dospijeva tjedno ne koriste za financiranje povećanih zahtjeva za isplatu u ožujku 2020. zbog straha da bi probijanje minimalne razine imovine koja dospijeva tjedno potaknulo dodatne zahtjeve za isplatu jer bi ulagatelji očekivali uvođenje instrumenata za upravljanje likvidnošću. Stoga bi potpuno odvajanje potencijalne primjene instrumenata upravljanja likvidnošću od probijanja razine minimalnih likvidnosnih udjela povećalo sposobnost upravitelja fondova da financiraju povećane isplate u razdobljima stresa. Ovaj prijedlog zasad ima najveću podršku među dionicima.

Prijedlog o smanjenju postojećih ograničenja za prihvatljivu imovinu u obliku instrumenata javnog duga u okviru razreda likvidnosti uživa čvrstu podršku ESB-a, koji se zalaže da ulaganja u tu imovinu postanu obvezna. Dionici imaju podijeljena stajališta kad je riječ o obvezujućoj prirodi i razinama ulaganja u tu imovinu. To je povezano s promjenjivim učinkom koji ta ulaganja imaju na profitabilnost novčanih fondova i dostupnost prihvatljivih instrumenata javnog duga. Dionici izražavaju i određene zabrinutosti oko prebacivanja likvidnosnog rizika na tržište državnih dužničkih vrijednosnih papira. Iako instrumenti javnog duga novčanim fondovima mogu poslužiti kao ključno sredstvo za upravljanje likvidnošću, nedavna kriza u Ujedinjenoj Kraljevini pokazala je da je i kod tih instrumenata moguća pojava cjenovne volatilnosti. Osim toga, postoji opasnost da bi povećanje postojećih ograničenja za prihvatljivu imovinu u obliku instrumenata javnog duga dovelo do prekomjerne koncentracije ulaganja novčanih fondova u te vrijednosne papire, dok je diversifikacija ulaganja u različite kategorije imovine važna zaštitna mjera.

Općenitije govoreći, prijedlozi o povećanju minimalnih udjela likvidne imovine, iako u suštini nisu kontroverzni, teško su provedivi i mogu imati neočekivane posljedice. Naime, dok je u pravilima o koeficijentu likvidnosne pokrivenosti propisana definicija imovine visoke kvalitete i likvidnosti, u sektoru upravljanja imovinom teško je definirati likvidnu imovinu (npr. i državne obveznice mogu biti izložene uvjetima tržišnog stresa). Osim toga, upravitelji novčanih fondova upravljaju likvidnošću primjenom holističkog pristupa, koji uključuje stupnjevane rokove dospijeća, korištenje obratnih repo transakcija i karakteristike njihove baze ulagatelja (uključujući koncentraciju ulagatelja). Nadalje, dodatni čvrsti pragovi uveli bi određenu krutost u postupak provedbe politika upravljanja likvidnosnim rizikom koje provode upravitelji imovine, uključujući testiranja otpornosti na stres, pri čemu su mogući neočekivani učinci.

Među dionicima postoje podijeljena stajališta, koja se temelje na ulozi i funkciji novčanih fondova, o stvarnom učinku preporuka da se upraviteljima fondova omogući prebacivanje troška isplate na ulagatelje (uvođenjem različitih vrsta instrumenata za upravljanje likvidnošću koji se temelje na cijeni, a koji su poznati i kao zaštitno prilagođavanje cijena), u skladu s preporukama FSB-a i ESRB-a te prijedloga Komisije za vrijednosne papire i burzu SAD-a. U skladu s preporukama FSB-a i ESRB-a prijedlogom revizije direktiva o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova (AIFMD) i o subjektima za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) nastoji se proširiti izbor instrumenata za upravljanje likvidnošću za fondove u EU-u i uskladiti način njihove primjene. Novčani fondovi u EU-u imat će koristi od revizije direktiva AIFMD i UCITS, kojom bi se upraviteljima imovine omogućilo da s posebnog popisa odaberu najprikladnije instrumente za upravljanje likvidnošću.

FSB je iznio prijedloge za povećanje sposobnosti novčanih fondova da apsorbiraju gubitke, među ostalim uvođenjem ograničenja na udjele koji se mogu odmah isplatiti (to je poznato kao „minimalna rizična bilanca”) i uvođenjem obveze novčanim fondovima da održavaju zaštitne slojeve kapitala, na primjer izvan novčanog fonda na založnom računu koji financiraju upravitelji fonda. Takvim rješenjima smanjila bi prednost ulagatelja koji prvi podnesu zahtjev jer bi se time ublažio rizik da će gubitke morati snositi preostali ulagatelji. Međutim, takva rješenja ili nisu provjerena u praksi i ovise o znatnim operativnim prilagodbama (kad je riječ o „minimalnoj rizičnoj bilanci”) ili bi povećala troškove poslovanja novčanih fondova i stoga vjerojatno dovela do gašenja nekih fondova (kad je riječ o zaštitnim slojevima kapitala) i nižih prinosa za ulagatelje.

3.4.3. Ostale mjere

ESMA i FSB predložili su i niz dodatnih mjera koje nisu izravno povezane s poslovanjem novčanih fondova, a zaslužuju dodatno razmatranje. Te se mjere uglavnom odnose na izvješćivanje i testiranje otpornosti na stres. Slično tomu, dodatno bi se moglo razmotriti i ostale prijedloge dionika, kao što je prijedlog o jačanju nadzora.

3.5. Izvedivost uspostave minimalne kvote javnog duga EU-a od 80 %

U članku 46. stavku 2. Uredbe o novčanim fondovima od Komisije se traži da procijeni izvedivost uspostave kvote javnog duga EU-a od 80 %.

U ovom izvješću uzima se u obzir dostupnost kratkoročnih instrumenata javnog duga EU-a i procjenjuje se bi li novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti mogli biti prikladna alternativa novčanim fondovima javnog duga s nepromjenjivim NAV-om koji su usmjereni na instrumente u drugim valutama.

U uvodnoj izjavi 56. Uredbe o novčanim fondovima tvrdi se da bi ta kvota mogla biti „opravdana sa stajališta bonitetnog nadzora” s obzirom na to da je „izdavanje kratkoročnih instrumenata javnog duga EU-a uređeno pravom Unije”. Međutim, postoje dvije glavne poteškoće zbog kojih je ta kvota neizvediva u praksi.

Prva je poteškoća neusklađenost između, s jedne strane, novčanih fondova javnog duga s nepromjenjivim NAV-om koji su trenutačno dostupni u EU-u (koji su uglavnom izraženi u USD ili GBP, a pritom postoji samo jedan relativno mali novčani fond javnog duga s nepromjenjivim NAV-om izražen u EUR[55]) i, s druge strane, valute instrumenata javnog duga u EU-u. Podaci iz Darpeixove studije[56] pokazuju da je velika većina (približno 90 %) kratkoročnih vrijednosnih papira koje su izdale države članice EU-a (bez obzira na to jesu li članice europodručja) izražena u EUR, a samo oko 5 % tih vrijednosnih papira izraženo je u USD. Ta neusklađenost između valuta kojima se koriste sami fondovi i valuta dostupnih

[55] Na temelju podataka ESMA-e, 8. veljače 2023.: „Tržište novčanih fondova u EU-u 2023.”

[56] Darpeix, P.-E., ožujak 2022., *The market for short-term debt securities in Europe: what we know and what we do not know* („Tržište kratkoročnih dužničkih vrijednosnih papira u Europi: što znamo i što ne znamo”), *Authorité des Marchés Financiers* – Pregled rizika i trendova.

instrumenata javnog duga upućuje na to da novčani fondovi javnog duga s nepromjenjivim NAV-om u EU-u uglavnom ulažu u instrumente koje su izdali SAD i Ujedinjena Kraljevina[57].

Rezultati javnog savjetovanja pokazuju da, čak i s uvođenjem kvote javnog duga EU-a, ulagatelji u novčane fondove s nepromjenjivim NAV-om izražene u USD i GBP vjerojatno ne bi prebacili svoja ulaganja u novčane fondove javnog duga izražene u EUR zbog dva glavna razloga.

- Prvo, zbog činjenice da klijenti aspekte rizika države i valutnog rizika uglavnom uzimaju u obzir zajedno. Primjerice, klijenti koji ulažu u novčane fondove izražene u USD žele imati izloženost dugu i valuti SAD-a, a ne dugu i valuti EU-a. To je blisko povezano i s gospodarskom funkcijom novčanih fondova kao sredstava za pohranu likvidnosti u određenoj valuti.
- I drugo, zbog postojanja rizika povezanih s niskim stupnjem diversifikacije i relativno niskom likvidnošću kratkoročnih instrumenata javnog duga izraženih u EUR. Povratne informacije dobivene od dionika pokazuju da novčani fondovi daju prednosti ulaganjima u imovinu s rokom dospijeća kraćim od tri mjeseca, što je teško postići s trenutačnim tržištem za instrumente javnog duga izražene u EUR.

Druga je poteškoća to da bi takva kvota mogla imati negativne posljedice na financijsku stabilnost. Bankama je potrebna izloženost javnom dugu kako bi ispunile zahtjeve za likvidnosnu pokrivenost iz okvira Basel II. Minimalna kvota javnog duga EU-a od 80 % značila bi da bi novčani fondovi bili usmjereni na iste instrumente kao i banke. Kao posljedica toga, postojalo bi mnoštvo ulagatelja koji bi ulagali u istu kategoriju imovine i time povećavali rizike od zaraze i financijske nestabilnosti u kriznim situacijama zbog zajedničkih temeljnih izloženosti čime bi se pojačavala petlja povratne veze između financijskog rizika i rizika države.

S obzirom na prethodnu analizu prednosti uspostave minimalne kvote javnog duga EU-a od 80 % za novčane fondove u EU-u i dalje su dvojbene. Međutim, čak i bez uvođenja kvote, nakon nedavnog povećanja kamatnih stopa na europodručju mogli bi se na tržištu pojaviti novčani fondovi javnog duga s nepromjenjivim NAV-om koji su usmjereniji na EUR, što bi moglo pomoći u plasiranju većeg iznosa kratkoročnih instrumenata javnog duga izraženih u EUR u novčane fondove javnog duga s nepromjenjivim NAV-om u EU-u.

4. ZAKLJUČCI

Ovim izvješćem Komisija izvršava svoju pravnu obvezu iz članka 46. stavaka 1. i 2. Uredbe o novčanim fondovima prema o podnošenju izvješća Europskom parlamentu i Vijeću o preispitivanju primjerenosti Uredbe o novčanim fondovima sa stajališta razboritosti i s gospodarskog stajališta.

Izvješće pokazuje da je Uredba o novčanim fondovima uspješno prošla testiranje otpornosti na likvidnosni stres koji su novčani fondovi pretrpjeli tijekom previranja na tržištu u ožujku 2020. povezanih s pandemijom bolesti COVID-19, nedavna povećanja kamatnih stopa i s njima povezano ponovno određivanje cijena financijske imovine. Nijedan novčani fond sa sjedištem u EU-u nije morao uvesti naknade za isplatu ili ograničenja isplate niti suspendirati isplate tijekom tih stresnih događaja. Slično tomu, novčani fondovi u EU-u usmjereni na

[57] Zbog raznih razloga novčani fondovi ne kombiniraju različite valute. Iako bi to u određenoj mjeri mogli raditi tako da se od izloženosti valutnom riziku zaštite deviznim izvedenicama, to bi im u znatnoj mjeri postalo preskupo.

imovinu izraženu u GBP izdržali su pritisak isplata povezan sa stresom iz rujna 2022. na tržištu prvorazrednih državnih obveznica.

Ta iskustva pokazuju da zaštitne mjere iz Uredbe o novčanim fondovima funkcioniraju kako je predviđeno. To uključuje zaštitne mjere koje su osmišljene kako bi se novčanim fondovima sa stabilnim NAV-om (novčani fondovi s nepromjenjivim NAV-om i novčani fondovi s NAV-om niske volatilnosti) omogućilo da, pod određenim uvjetima, nastave primjenjivati metodu amortiziranog troška, a da se pritom ne stvaraju sistemski rizici i ne nanosi šteta ulagateljima.

Uredbom o novčanim fondovima uveden je poseban režim kojim je znatno pojačan regulatorni okvir za novčane fondove u EU-u, na koje su se prije primjenjivala različita pravila. Nakon pet godina primjene Uredbe o novčanim fondovima u ovom se izvješću utvrđuju nedostaci koje bi trebalo dodatno razmotriti. U prvom redu, rezultati savjetovanja s dionicima i nedavna kretanja na tržištu pokazuju da bi bilo moguće dodatno povećati otpornost novčanih fondova u EU-u, ponajprije odvajanjem potencijalne aktivacije instrumenata za upravljanje likvidnošću od regulatornih pragova likvidnosti. Osim toga, u izvješću se ističu strukturni problemi čiji su uzroci izvan novčanih fondova, a time i izvan područja primjene Uredbe o novčanim fondovima, što uključuje probleme povezane s temeljnim kratkoročnim tržištima. Ti strukturni problemi zaslužuju dodatno razmatranje, a trenutačno su i predmet temeljitije analize na razini FSB-a.

Naposljetku, tekuća revizija direktiva AIFM i UCITS[58], kojom se nastoje uvesti nova usklađena pravila radi povećanja dostupnosti instrumenata upravljanja likvidnošću za otvorene fondove, koristit će i novčanim fondovima u EU-u. Taj novi okvir za instrumente upravljanja likvidnošću dodatno će pojačati otpornost upravljanja likvidnošću novčanih fondova u EU-u u slučajevima stresa.

[58] S obzirom na to da se novčani fondovi koji posluju u EU-u osnivaju na temelju Direktive AIFM ili Direktive UCITS te u svojem radu moraju poštovati pravila iz jedne od tih direktiva. Prijedlog Komisije dostupan je na adresi: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Financijske-usluge-preispitivanje-Unijinih-pravila-o-upraviteljima-alternativnih-investicijskih-fondova_hr.