

Vergaderjaar 2013–2014

22 112

Nieuwe Commissievoorstellen en initiatieven van de lidstaten van de Europese Unie

Nr. 1718

BRIEF VAN DE MINISTER VAN BUITENLANDSE ZAKEN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 18 oktober 2013

Overeenkomstig de bestaande afspraken heb ik de eer u hierbij vijf fiches aan te bieden die werden opgesteld door de werkgroep Beoordeling Nieuwe Commissievoorstellen (BNC).

Fiche 1: Verordening statistiek spoorvervoer (Kamerstuk 22 112, nr. 1717)

Fiche 2: Verordening geldmarktfondsen

Fiche 3: Verordening preventie en beheer van de introductie en verspreiding van invasieve uitheemse soorten (IUS) (Kamerstuk 22 112, nr. 1719)

Fiche 4: Verordening, mededeling en aanbeveling Europese interne markt voor elektronische communicatie (Kamerstuk 22 112, nr. 1720)

Fiche 5: Mededeling EU innovatie-indicator (Kamerstuk 22 112, nr. 1721)

De Minister van Buitenlandse Zaken,
F.C.G.M. Timmermans

Fiche: Verordening geldmarktfondsen

1. Algemene gegevens

Titel voorstel

Verordening van het Europees Parlement en de Raad inzake geldmarktfondsen

Datum ontvangst Commissiedocument

6 september 2013

Nr. Commissiedocument

COM (2013) 615

Prelex

http://ec.europa.eu/prelex/detail_dossier_real.cfm?CL=nl&DosId=1041194

Nr. Impact Assessment Commissie en Opinie Impact Assessment Board

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/>

[LexUriServ.do?uri=SWD:2013:0315:FIN:EN:PDF](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ.do?uri=SWD:2013:0315:FIN:EN:PDF)

Behandelingstraject Raad

Ecofin Raad

Eerstverantwoordelijk Ministerie

Ministerie van Financiën

Rechtsbasis, besluitvormingsprocedure Raad, rol Europees Parlement, gedelegeerde en/of uitvoeringshandelingen

a) Rechtsbasis

Artikel 114 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie inzake maatregelen die de instelling en de werking van de interne markt betreffen.

b) Besluitvormingsprocedure Raad en rol Europees Parlement

Gewone wetgevingsprocedure (gekwalificeerde meerderheid Raad, medebeslissing Europees Parlement) en na raadpleging van het Economisch en Sociaal Comité.

c) Gedelegeerde en/of uitvoeringshandelingen

Het voorstel geeft in artikel 13 en artikel 19 aan de Europese Commissie de bevoegdheid om gedelegeerde handelingen vast te stellen. Het gaat hier om:

- Artikel 13, zesde lid: vereisten met betrekking tot omgekeerde repo-transacties¹. De Commissie zal nadere kwalitatieve en kwantitatieve eisen stellen aan geldmarktfondsen met betrekking tot het onderpand dat deze fondsen verkrijgen wanneer zij geld uitlenen aan andere partijen in een repo-transactie. Het betreft hier activa die zijn uitgegeven door overheden of door instellingen die gegarandeerd worden door overheden.
- Artikel 19: vereisten met betrekking tot het gebruik van een intern ratingsysteem: geldmarktfondsen zullen over een intern raamwerk moeten beschikken om kredietrisico's in te schatten van de activa waarin zij investeren («interne ratings»). Dit verkleint de afhankelijk-

¹ Bij deze transacties stellen geldmarktfondsen tijdelijk geld ter beschikking aan een andere partij, en ontvangen zij in ruil hiervoor onderpand dat van hoge kwaliteit moet zijn. Na afloop van de afgesproken periode vindt deze transactie in omgekeerde richting plaats. Met deze transacties behalen geldmarktfondsen een rendement. Repo-transacties maken overigens slechts een zeer klein deel van de activiteiten van het gemiddelde geldmarktfonds uit.

heid van ratings die worden afgegeven door externe partijen. De Commissie zal in een gedelegeerde handeling nadere methodologische vereisten opstellen waaraan deze interne ratingsystemen moeten voldoen.

Ook wordt voorgesteld om aan de *European Securities Market Authority* (ESMA) de bevoegdheid te geven bepaalde technische reguleringsnormen op te stellen, die goedgekeurd moeten worden door de Commissie (zie artikel 10, tweede lid). Het gaat hierbij om investeringen van geldmarktfondsen in securitisatieproducten, waarbij de ESMA onder meer eisen zal stellen aan de noodzakelijke kwaliteit van de activa die ten grondslag liggen aan de securitisatieproducten waarin geïnvesteerd wordt. Tot slot wordt voorgesteld dat ESMA richtsnoeren uitvaardigt om er voor te zorgen dat de stresstest die geldmarktfondsen zullen moeten uitvoeren op de waarde van de investeringsportfolio, aan gemeenschappelijke eisen gebonden zullen zijn.

2. Samenvatting BNC-fiche

– Kern voorstel

Met dit voorstel is de Commissie voornemens om de macroprudentiële risico's die samenhangen met de activiteiten van geldmarktfondsen (zoals een *investor run*) te beperken en het niveau van beleggersbescherming te verhogen. In dit kader stelt de Commissie voor om een aantal maatregelen te nemen op het gebied van investeringsbeleid, risicomanagement, waardering van beleggingen, een buffereis voor fondsen die aan beleggers toezeggen dat hun ambitie is om de waarde van hun beleggingen constant te houden (*Constant Net Asset Value* fondsen (CNAVs)), externe steun aan geldmarktfondsen (door bijvoorbeeld banken) en vergroting van de transparantie.

– Bevoegdheidsvaststelling en subsidiariteits- en proportionaliteitsoordeel

Artikel 114 van het VWEU geeft de EU bevoegdheid om voorstellen te doen die de instelling en werking van de interne markt betreffen en biedt daarom de juiste rechtsgrondslag voor dit voorstel. Het subsidiariteitsoordeel van Nederland is positief. Ondanks concentratie van geldmarktfondsen in de EU, zorgt het grensoverschrijdende karakter van deze sector voor een noodzaak tot een Europese aanpak. Daarnaast is dit voorstel een concrete invulling van eerdere aanbevelingen die door de *Financial Stability Board* (FSB) in dit kader zijn gedaan. Het proportionaliteitsoordeel van Nederland is ook positief, met een enkele kanttekening. Gedurende de financiële crisis is duidelijk geworden dat er sprake kan zijn van *investor runs* bij geldmarktfondsen en daarom is het nodig om hiervoor regelgeving op te stellen. Daarnaast sluit dit voorstel van de Commissie deels aan bij initiatieven die nu al plaatsvinden in deze sector. Wel is een kanttekening dat bepaalde maatregelen (in het bijzonder het verbod op het gebruik van externe ratings door geldmarktfondsen en wellicht ook de hoogte van de buffereis voor CNAVs) een te verstrekkend karakter lijken te hebben. Bezien moet worden of de doeleinden van de richtlijn op deze punten kunnen worden bereikt met minder verstrekkende maatregelen.

– Implicaties / risico's / kansen

De eisen die in het voorstel worden genoemd, zullen geldmarktfondsen veiliger maken maar ook het investeringsrendement drukken. Indien dit zou leiden tot een minder groot aanbod van liquiditeit door beleggers, kan dit financiering door middel van geldmarktfondsen enigszins duurder en

qua omvang enigszins beperkter maken voor banken en bedrijven. Tegelijkertijd is er ook sprake van verzachtende omstandigheden en baten. Veel geldmarktfondsen voldoen nu al (in meer of mindere mate) aan de eisen die de Commissie voorstelt in deze verordening. Daarnaast zullen deze eisen de kans op een *investor run* verkleinen, waardoor de kapitaalpositie van externe sponsors (zoals banken) beter beschermd kan worden en de rol van geldmarktfondsen als verstrekkers van kortetermijnkrediet aan banken, bedrijven en overheden op een stabielere manier vervuld kan worden.

– *Nederlandse positie*

Nederland oordeelt positief over dit voorstel. Het bestaan van veilige en stabiele geldmarktfondsen, waarbij de beleggers voldoende worden beschermd, wordt door Nederland verwelkomd. Wel zet Nederland nog een aantal kanttekeningen bij dit voorstel. Zo is het belangrijk de extraterritoriale dimensie van geldmarktfondsen in het oog te houden, alsmede de samenhang met reeds bestaande reguleringen en de proportionaliteit van de voorgestelde maatregelen.

3. Samenvatting voorstel

– *Inhoud voorstel*

De Commissie heeft recent een mededeling over schaduwbankieren gepubliceerd.² Deze mededeling bevat verschillende acties, waaronder het voorstel om geldmarktfondsen verder te reguleren. Geldmarktfondsen voorzien banken, overheden en bedrijven van kortetermijnliquiditeit en bieden met name bedrijven de mogelijkheid om tijdelijke reserves op liquide wijze te beleggen. Daarmee spelen geldmarktfondsen een belangrijke rol in het faciliteren van de vraag naar en aanbod van kortetermijnliquiditeiten en daarmee in de financiering van de reële economie. Tegelijkertijd brengen de activiteiten van geldmarktfondsen ook risico's met zich mee. Het voorstel vormt een aanvulling op reeds bestaande Europese regels die gelden voor beleggingsinstellingen waaronder geldmarktfondsen – de richtlijn instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe-richtlijn)³ – en de richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (AIFM-richtlijn).⁴ Het voorstel beoogt ten eerste de macroprudentiële risico's die samenhangen met de activiteiten van geldmarktfondsen te beperken en ten tweede het niveau van beleggersbescherming te verhogen. Met dit voorstel geeft de Commissie opvolging aan de aanbevelingen die IOSCO (*International Organization for Securities Commissions*) in oktober 2012 over met name geldmarktfondsen heeft gepubliceerd. Deze aanbevelingen zijn vervolgens in november 2012 ook door de FSB (*Financial Stability Board*) bekrachtigd.

Macroprudentiële risico's ontstaan door de kans op een *investor run* indien beleggers hun vertrouwen verliezen in de fondsen en doordat sommige sponsors van geldmarktfondsen (waaronder veel banken) toezeggen geldmarktfondsen te steunen wanneer zij in de problemen komen.

² http://ec.europa.eu/prelex/detail_dossier_real.cfm?CL=nl&DosId=1041193. Vrijdag 11 oktober is hierover een BNC-fiche aan de Tweede Kamer verstuurd, Kamerstuk 22 112, nr. 1713

³ Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's).

⁴ Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) Nr. 1060/2009 en (EU) Nr. 1095/2010 (PbEU L 174).

Een *investor run* kan fondsen er toe dwingen om beleggingen te verkopen. Deze beleggingen kunnen in geval van grootschalige gedwongen verkoop significant minder waard worden waardoor fondsen in een vicieuze cirkel geraken; ze moeten steeds meer van hun beleggingen verkopen om beleggers in de fondsen hun geld terug te geven. Dit probleem speelt met name bij fondsen die aan beleggers toezeggen dat hun ambitie is om de waarde van hun beleggingen constant te houden (CNAV's). Indien geldmarktfondsen in een dergelijke situatie terechtkomen droogt een belangrijke bron van kortetermijnliquiditeit voor met name banken, maar ook overheden en bedrijven, grotendeels op. Dit kan de stabiliteit van het financieel stelsel in gevaar brengen. Toezeggingen van banken om geldmarktfondsen te steunen indien zij in problemen komen, kunnen deze macroprudentiële risico's nog verder vergroten doordat deze banken op hun beurt daardoor zelf (grote) verliezen zouden kunnen leiden ten aanzien van hun blootstelling op geldmarktfondsen.

De Commissie acht het ook wenselijk om aanvullende regels te stellen met betrekking tot beleggersbescherming. Deze regels zijn aanvullend op de regels die gelden voor beleggingsinstellingen op grond van de icbe- en AIFM-richtlijn. De Commissie acht aanvullende beleggersbescherming voor beleggers in geldmarktfondsen in het bijzonder gerechtvaardigd omdat beleggers die laat uitstappen bij een *investor run* ernstig benadeeld kunnen worden ten opzichte van de beleggers die als eerste uitstappen (beleggers kunnen hun geld in principe op elk moment uit geldmarktfondsen terugtrekken), en gezien de voornoemde risico's die kunnen ontstaan met betrekking tot de financiële stabiliteit.

Ter vermindering van macroprudentiële risico's en ter verhoging van de beleggersbescherming stelt de Commissie voor om regels te introduceren met betrekking tot:

1. Investeringsbeleid, waaronder regels aangaande toegestane investeringscategorieën (alleen in relatief veilige en liquide activa), portfoliodiversificatie en verbeterende interne processen bij fondsen voor de beoordeling van de kredietrisico's van beleggingen.
2. Risicomanagement, waaronder regels over maximale looptijden van de beleggingsportfolio's en het uitvoeren van reguliere stresstesten binnen geldmarktfondsen.
3. Waardering van beleggingen, waaronder regels over de wijze waarop een geldmarktfonds beleggingen moet waarderen en de frequentie van deze waarderingen. Over het algemeen wordt de voorkeur in het voorstel gegeven aan waardering op marktwaarde. Indien dat niet (goed) mogelijk is, mag waardering ook op basis van een modellenbenadering (mark to model) plaatsvinden. CNAV's mogen activa ook tegen geamortiseerde kostprijs waarderen.
4. Buffereis voor CNAV-fondsen. De Commissie stelt voor dat deze fondsen een 3% buffer in kasgeld moeten aanhouden. Het voorstel bevat regels over de consequenties zodra niet aan deze eis wordt voldaan, met als ultieme consequentie dat een CNAV-fonds de ambitie dat de waarde van de inleg van beleggers constant wordt gehouden moet loslaten, en dus niet langer als CNAV-fonds mag opereren.
5. Externe steun aan geldmarktfondsen door bijvoorbeeld banken moet explicieter worden gecommuniceerd richting de buitenwereld.
6. Transparantie richting beleggers en toezichthouders onder meer over het feit dat beleggingen in geldmarktfondsen niet gegarandeerd zijn.

De Commissie heeft een uitgebreid *impact assessment* opgesteld, gebaseerd op onder meer input van overheden en marktpartijen en onderzoek dat eerder is gedaan door onder meer de IOSCO en het Europees Comité voor Systeemrisico's (ESRB). De Commissie heeft hierin vele verschillende varianten voor het verder reguleren van geldmarktfondsen getoetst. Aan de ene kant zijn relatief minder ingrijpende opties bekeken zoals versterkte transparantie richting beleggers in geldmarktfondsen, waarvan de Commissie concludeert dat de baten in elk geval opwegen tegen de (beperkte) kosten. Aan de andere kant heeft de Commissie opties bekeken die zeer verstrekkende gevolgen zouden kunnen hebben voor de structuur en omvang van de geldmarktfondssector in de EU, zoals de mogelijkheid voor fondsen om belegd geld niet langer direct volledig uit te keren wanneer beleggers daarom verzoeken, en de mogelijkheid om CNAV-fondsen te verbieden. Hiervan concludeert de Commissie dat de voordelen in termen van financiële stabiliteit en beleggersbescherming niet opwegen tegen de nadelen: deze maatregelen kunnen tot gevolg hebben dat een grote groep beleggers zich uit geldmarktfondsen zullen terugtrekken, zodat geldmarktfondsen op hun beurt minder liquiditeiten kunnen verstrekken aan banken, bedrijven en overheden. Dit komt bijvoorbeeld omdat bedrijven slechts tijdelijk overtollige liquiditeiten parkeren bij geldmarktfondsen, en zij daarbij veel waarde hechten aan het feit dat ze dit geld op elk moment weer kunnen onttrekken aan geldmarktfondsen wanneer deze bedrijven aan de eigen verplichtingen moeten voldoen zoals het uitbetalen van salarissen en betalen van leveranciers.

Tussen deze uitersten zitten echter meerdere maatregelen waarvan de baten volgens de Commissie ook opwegen tegen de kosten, zoals het aanhouden van een extra liquiditeitsbuffer voor fondsen die het meeste risico lopen op een *investor run* (CNAV-fondsen). Hiertoe heeft de Commissie vervolgens concrete voorstellen gedaan, zoals hierboven opgesomd.

4. Bevoegdheidsvaststelling en subsidiariteits- en proportionaliteitsoordeel

a) Bevoegdheid

Het voorstel is gebaseerd op artikel 114 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie inzake maatregelen die de instelling en de werking van de interne markt betreffen. Nederland acht dit de juiste bevoegdheidsgrondslag.

b) Subsidiariteits- en proportionaliteitsoordeel

Het oordeel over de subsidiariteit is positief. Alhoewel zo'n 95% van de Europese geldmarktfondssector zich bevindt in slechts drie EU-lidstaten (Luxemburg, Frankrijk en Ierland), operen geldmarktfondsen bij uitstek over de landsgrenzen heen. Hiertoe bestaan in EU-verband ook concrete voorbeelden. Ten eerste kunnen beleggers in geldmarktfondsen uit een andere lidstaat komen dan de lidstaat waarin het fonds gevestigd is. Ten tweede kunnen bedrijven en banken uit een lidstaat afhankelijk zijn van financiering van geldmarktfondsen uit andere lidstaten. Een concreet voorbeeld hiervan is dat Ierse en Luxemburgse fondsen slechts zo'n 2 tot 3% van het totale beheerde vermogen in activa in eigen land investeren. Ten derde kunnen geldmarktfondsen gesponsord worden door een bank uit een andere lidstaat. Zo hebben Ierse en Luxemburgse fondsen sponsorbanken buiten deze twee landen. Onvoldoende transparantie en

prudent (beleggings)beleid van een geldmarktfonds in de ene lidstaat kan daarom forse negatieve gevolgen hebben voor beleggers (met name bedrijven) in en eindgebruikers (met name banken, bedrijven) van geldmarktfondsen in andere lidstaten. Deze factoren pleiten voor een geharmoniseerde aanpak in EU-verband. Bovendien worden beleggingsfondsen, waaronder ook geldmarktfondsen, op onderdelen al gereguleerd door de icbe- en AIFM-richtlijn. Met deze verordening geeft de Commissie tevens invulling aan eerdere aanbevelingen over geldmarktfondsen die in FSB-verband zijn aangenomen, en waarvan toen is afgesproken dat de landen en jurisdicties die bij de FSB zijn aangesloten deze afspraken verder zouden concretiseren en omzetten in regulering. Het is wat het kabinet betreft dan ook een logische vervolgstap dat de Commissie hier nu in EU-verband opvolging aan geeft met deze verordening.

Het oordeel over de proportionaliteit is positief met een enkele kanttekening. De financiële crisis van 2007 en 2008 heeft laten zien dat geldmarktfondsen in de Verenigde Staten, maar zeker ook in de EU, zeer kwetsbaar kunnen zijn voor *investor runs*. Zo biedt de *impact assessment* een overzicht van meerdere fondsen die in de problemen zijn gekomen. In sommige gevallen heeft dit zelfs geleid tot overheidsbetrokkenheid; zo heeft de Luxemburgse overheid het destijds noodzakelijk geacht aan te kondigen dat zij alle noodzakelijke maatregelen zou nemen om de Luxemburgse geldmarktsector te stabiliseren. De door de Commissie voorgestelde maatregelen voor een prudenter investerings- en risicobeheersingsbeleid bij geldmarktfondsen, maken de kans kleiner dat beleggers snel grote hoeveelheden geld zullen weghalen en dat fondsen daardoor in de problemen komen. Daarnaast lijkt een extra liquiditeitsbuffer van 3% voor alleen CNAV-fondsen gerechtvaardigd omdat onderzoek laat zien dat juist deze fondsen kwetsbaarder zijn voor terugtrekkende bewegingen van beleggers: in 2008 trokken beleggers uit Europese CNAV-fondsen geld uit deze fondsen terug ter waarde van 25% van de activa. Deels sluit de Commissie in het voorstel ook aan bij praktijken die op dit moment al gangbaar zijn in de sector. Zo investeren veel Europese geldmarktfondsen op dit moment al niet meer dan 5% van de totale activa in financiële producten die zijn uitgegeven door één uitgever. Wel dient te worden opgemerkt dat bepaalde maatregelen uit het voorstel een te verstrekkend karakter hebben, in het bijzonder het verbod op het gebruik van externe ratings door geldmarktfondsen. Nederland is met de Commissie van mening dat niet uitsluitend of automatisch vertrouwd moet worden op externe ratings, maar vraagt zich af of een volledig verbod op het aanvragen van een externe rating niet te ver gaat. Externe ratings kunnen in aanvulling op interne ratings van toegevoegde waarde zijn, bijvoorbeeld voor beleggers in geldmarktfondsen. Wellicht heeft ook de hoogte van de buffereis van CNAVs een te verstrekkend karakter. Bezien moet worden of de doeleinden van de richtlijn op deze punten kunnen worden bereikt met minder verstrekkende maatregelen.

c) Nederlands oordeel over de voorstellen op het gebied van gedelegeerde en/of uitvoeringshandelingen

Nederland steunt de voorstellen met betrekking tot bevoegdheidsdelegatie aan de Commissie. Er worden geen wezenlijke onderdelen van wetgeving gedelegeerd. Nederland zal tijdens de onderhandelingen echter wel aandacht vragen voor de totstandkoming van deze gedelegeerde handelingen in relatie tot de datum van inwerkingtreding van deze verordening (zie verder 6b).

5. Financiële implicaties, gevolgen voor regeldruk en administratieve lasten

a) Consequenties EU-begroting

Indien sprake is van gevolgen voor de EU-begroting, is Nederland van mening dat de financiële middelen gevonden dienen te worden binnen de bestaande financiële kaders van de EU-begroting. De verwachting is echter dat van gevolgen voor de EU-begroting geen sprake is.

b) Financiële consequenties (incl. personele) voor rijksoverheid en/of decentrale overheden

Indien sprake is van budgettaire gevolgen voor Nederland, zullen deze worden ingepast op de begroting van het/de beleidsverantwoordelijke departement(en), conform de regels van de budgetdiscipline. Verwachting is echter dat van financiële gevolgen voor Nederland geen sprake is. Een geldmarktfonds is een beleggingsinstelling, en het geld van beleggers in deze fondsen valt niet onder enige vorm van overheidsachttervang zoals het depositogarantiestelsel, waardoor eventuele verliezen voor rekening van beleggers zelf komen. Een deel van het voorstel bestaat er ook uit dit gegeven richting beleggers nog beter te communiceren.

c) Financiële consequenties (incl. personele) voor bedrijfsleven en burger

De verordening stelt eisen aan de diversificatie van de beleggingsportefeuille van geldmarktfondsen en aan de categorie activa waarin geldmarktfondsen mogen beleggen. Ook worden eisen gesteld aan de maximale looptijd van de instrumenten waarin geïnvesteerd mag worden. Deze eisen maken geldmarktfondsen veiliger, maar kunnen tevens het investeringsrendement drukken. Tot slot zullen CNAV-fondsen een cashbuffer van 3% moeten aanhouden, die *geringfenced* moet worden en niet mag worden geïnvesteerd. Op dit deel van de totale activa kan dus geen rendement meer worden behaald. Afhankelijk van de financieringskosten van een geldmarktfonds, is de inschatting van de Commissie dat dit de kosten van het beheren van een geldmarktfonds verhoogt met 0,09% tot 0,3% van de totale activa onder beheer. Een deel van deze kosten kunnen door het geldmarktfonds worden opgevangen, een ander deel zal in de praktijk aan de beleggers in deze geldmarktfondsen worden doorberekend in de vorm van een lager rendement. Wanneer dit laatste zou leiden tot een minder groot aanbod van liquiditeit door beleggers, kan dit financiering door middel van geldmarktfondsen iets duurder en qua omvang iets beperkter maken voor banken en bedrijven.

Tegenover deze mogelijke kosten staan ook verzachtende factoren en meerdere baten. Veel geldmarktfondsen, met name CNAV-fondsen, zullen ook op dit moment al enige mate van cashbuffers aanhouden. Ook zullen veel geldmarktfondsen gedeeltelijk al voldoen aan de eisen die de verordening stelt op het gebied van diversificatie en beleggingen in liquide, kortlopende activa. De eisen die de verordening op al deze punten stelt zullen tevens de kans op een *investor run* verminderen, wat ook de kapitaalpositie van sponsors, waaronder banken, helpt beschermen. Dit kan significante potentiële voordelen voor banken opleveren: zo laat de *impact assessment* van de Commissie zien dat enkele grote banken (waaronder Société Générale, Barclays of Deutsche Bank) tijdens de crisis verliezen van enkele honderden miljoenen euro's leden op fondsen die zij

sponsorden⁵. Een kleinere kans op een *investor run* zorgt er tot slot ook voor dat geldmarktfondsen hun rol als verstrekker van kortetermijnliquiditeiten aan banken, bedrijven en overheden op een stabielere manier kunnen vervullen.

d) Gevolgen voor regeldruk/administratieve lasten voor rijksoverheid, decentrale overheden, bedrijfsleven en burger

Geldmarktfondsen zullen aan extra eisen moeten voldoen op het gebied van intern risicomanagement. Zo dienen fondsen interne risicosystemen op te zetten om zelf tot een betere inschatting te komen van de kredietrisico's die op investeringen gelopen worden. Daarnaast introduceert het voorstel rapportageverplichtingen aan nationale toezichthouders en ESMA, onder meer over de uitkomsten van de interne stress tests en in geval de buffer lager is dan de minimale 3% die CNAV-fondsen zullen moeten aanhouden. Deze maatregelen en acties zullen extra lasten met zich meebrengen.

6. Implicaties juridisch

*a) Consequenties voor nationale en decentrale regelgeving en/of sanctionering beleid (inclusief toepassing van de *lex silencio positivo*)*

De verordening heeft naar verwachting beperkte consequenties voor nationale regelgeving, ook gezien de directe werking van de verordening. Wel zal het besluit uitvoering EU-verordeningen (gebaseerd op de Wet op het financieel toezicht) aangepast moeten worden om het toezicht en de handhaving van de neergelegde bepalingen te regelen.

b) Voorgestelde implementatietermijn (bij richtlijnen), dan wel voorgestelde datum inwerkingtreding (bij verordeningen en beschikkingen) met commentaar t.a.v. haalbaarheid

In het voorstel is opgenomen dat de verordening in werking treedt op de twintigste dag na publicatie (artikel 46). Verder regelt de verordening dat bestaande geldmarktfondsen binnen zes maanden na inwerkingtreding alle documenten en bewijsstukken aan de toezichthouder moeten sturen om aan te tonen dat de fondsen aan alle regels voldoen die in deze verordening zijn neergelegd (artikel 43). Hierbij is wel voorzien in een regime dat geleidelijke opbouw van de buffer voor CNAV-fondsen regelt gedurende een periode van drie jaar. Nederland zet vraagtekens bij de haalbaarheid van de eis dat fondsen binnen zes maanden nadat de regels zijn vastgesteld, moeten voldoen aan alle in de verordening neergelegde eisen (exclusief de transitiefase voor de CNAV-buffer). Dit is mede ingegeven door het feit dat de Commissie zelf nog bepaalde elementen nader zal moeten uitwerken in gedelegeerde handelingen, zoals de eisen aan de systematiek die geldmarktfondsen moeten hanteren voor het beoordelen van kredietrisico's.

c) Wenselijkheid evaluatie-/horizonbepaling

De verordening bevat een algehele evaluatiebepaling (artikel 45), die op steun van Nederland kan rekenen.

⁵ Overigens kennen de kapitaaleisen voor banken en beleggingsondernemingen van CRDIV in algemene zin ook al aangescherpte regels wanneer banken investeren in en/of garant staan voor andere partijen.

7. Implicaties voor uitvoering en handhaving

a) Uitvoerbaarheid

Geldmarktfondsen vallen net als andere beleggingsinstellingen al onder toezicht door de implementatie van de icbe- en AIFM-richtlijn in de Wet op het financieel toezicht. De verordening stelt aanvullende eisen ten aanzien van geldmarktfondsen. De uitvoerbaarheid van deze eisen lijkt voldoende gewaarborgd.

b) Handhaafbaarheid

Geldmarktfondsen vallen net als andere beleggingsinstellingen al onder toezicht als gevolg van de icbe- en AIFM-richtlijn. De verordening stelt aanvullende eisen ten aanzien van geldmarktfondsen. De handhaafbaarheid van deze eisen lijkt voldoende gewaarborgd.

8. Implicaties voor ontwikkelingslanden

Geen.

9. Nederlandse positie

Nederland is met de Commissie van mening dat geldmarktfondsen onwenselijke risico's met zich kunnen brengen voor de financiële stabiliteit. Juist omdat geldmarktfondsen in de EU een belangrijke rol vervullen in de economie met het aantrekken en vervolgens verstrekken van kortetermijnliquiditeit (deze markt is zo'n 1000 miljard euro groot in de EU), zijn veilige en stabiele geldmarktfondsen van groot belang. Nederland steunt daarom veel van de door de Commissie voorgestelde maatregelen. Ook is het wenselijk dat aan CNAV-fondsen hogere eisen kunnen worden gesteld in verband met de relatief grotere risico's voor de financiële stabiliteit die deze fondsen aantoonbaar met zich mee kunnen brengen. Een belangrijke vraag hierbij is of met de voorgestelde hoogte van de buffer van 3% de juiste balans is gevonden tussen enerzijds het belang om risico's te beperken en anderzijds de mogelijke hogere kosten voor kortetermijnliquiditeit die dit met zich brengt. De Commissie voert in haar voorstel en de *impact assessment* argumenten aan ter onderbouwing van de 3% buffer, maar indien lidstaten hier overtuigende argumenten tegen in brengen zal Nederland uiteraard deze kritisch bezien.

De omvang van de Nederlandse geldmarktsector is in vergelijking met enkele andere Europese lidstaten zeer klein (Nederland kent slechts een zeer beperkt aantal geldmarktfondsen dat volgens berekeningen van de Commissie slechts 0,02% van de totale omvang van de EU-markt uitmaakt),⁶ maar zoals hierboven beargumenteerd betekent dit niet dat problemen met geldmarktfondsen in een bepaalde lidstaat geen negatieve effecten op bedrijven en banken in andere lidstaten kan hebben.

Van groot belang zijn daarnaast de eisen die deze verordening stelt aan versterkte transparantie richting beleggers. De *impact assessment* van de Commissie laat zien dat CNAV-fondsen vaak nog teveel nadruk leggen op de ambitie om de waarde van de belegging constant te houden, en nog te weinig op de beleggingsrisico's. Ondanks dat beleggers in geldmarkt-

⁶ Het balanstotaal van de zestien Nederlandse geldmarkten bedraagt ongeveer twee miljard euro. Ter vergelijking: het balanstotaal van de Nederlandse beleggingsfondsen is ongeveer 584 miljard euro. Zie: <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/statistisch-nieuwsbericht/dnb290458.jsp>. Ter duiding: het aandeel van Nederland is 5,04% van het BBP van de EU. Zie: «Evaluatie van de financiële transactiebelasting», CPB notitie, 21 december 2011.

fondsen veelal bedrijven en andere grote, professionele beleggers zullen zijn, is het wenselijk dat hierover duidelijker wordt gecommuniceerd richting beleggers. Dit maakt tevens duidelijker dat uitzettingen op geldmarktfondsen niet vergelijkbaar zijn met het plaatsen van een deposito bij een bank, maar dat het gaat om beleggingen in een beleggingsvehikel zonder overheidsachtervang.

Wel resteren nog enkele onduidelijkheden. Een belangrijk punt is bijvoorbeeld dat geldmarktfondsen internationaal actief zijn en dat deze activiteiten zich niet beperken tot de grenzen van de Europese Unie. Dit betekent niet dat de EU geen eigen initiatieven moet nemen met betrekking tot het reguleren van geldmarktfondsen, maar wel dat duidelijkheid moet bestaan over de mate waarin geldmarktfondsen uit met name de Verenigde Staten ook onder deze verordening gaan vallen. Nederlandse banken zijn voor een deel van hun financiering afhankelijk van geldmarktfondsen, en dan met name van Amerikaanse geldmarktfondsen. De verordening lijkt bijvoorbeeld te impliceren dat wanneer Amerikaanse fondsen slechts voor een heel klein deel geld ophalen bij Europese beleggers, zij niettemin te maken zullen krijgen met alle eisen in deze verordening. Nederland zal hierover nadere toelichting vragen aan de Commissie. In de praktijk zijn Amerikaanse geldmarktfondsen overigens veelal niet afhankelijk van geld van buitenlandse beleggers, en halen zij veelal geld op bij Amerikaanse bedrijven.

Een ander aandachtspunt is een heldere juridische samenhang tussen enerzijds de icbe- en AIFM-richtlijn en anderzijds de voorgestelde verordening. Op grond van de icbe- en AIFM-richtlijn kunnen lidstaten bijvoorbeeld aanvullende regels stellen ter bescherming van retailbeleggers. De voorgestelde verordening bevat ook regels ter bescherming van beleggers. De samenhang tussen deze regels moet helder zijn, waarbij het voor Nederland van belang is om het huidige beschermingsniveau voor retailbeleggers te kunnen handhaven.

Bovendien is Nederland van mening dat enkele regels een verstrekkend karakter hebben. In de voorgestelde verordening wordt bijvoorbeeld een uitgebreid systeem van interne rating gevraagd, dat geldmarktfondsen zullen moeten gaan opzetten voor het kunnen maken van eigen kredietrisico-inschattingen. In aanvulling daarop wordt een verbod voorgesteld op het vragen van een externe rating door een geldmarktfonds. Nederland is met de Commissie van mening dat niet uitsluitend of mechanisch vertrouwd moet worden op externe ratings, maar vraagt zich af of een volledig verbod op het aanvragen van een externe rating niet te ver gaat. Externe ratings kunnen in aanvulling op interne ratings van toegevoegde waarde zijn, bijvoorbeeld voor beleggers in geldmarktfondsen. Hier dient te worden gezocht naar alternatieve maatregelen.