



10. maj 2016

---

Samlenotat vedrørende rådsmødet (ECOFIN) den 25. maj 2016

1) Direktiv om skatteundgåelse mv. - <i>Rådskonklusioner mv.</i> <i>KOM(2016) 26</i> Materialet er udarbejdet af Finansministeriet og Skatteministeriet	
2) Status for bankunionen - <i>Status</i> <i>KOM-dokument foreligger ikke</i> Materialet er udarbejdet af Finansministeriet og Erhvervs- og Vækstministeriet	2
3) Kommissionens handlingsplan på momsområdet - <i>Rådskonklusioner</i> <i>KOM(2016) 148</i> Materialet er udarbejdet af Finansministeriet og Skatteministeriet	
4) Europæisk semester: Landerapporter - <i>Rådskonklusioner</i> <i>KOM(2016) 95</i> Materialet er udarbejdet af Finansministeriet	
5) Forordning om pengemarkedsforeninger - <i>Tidlig forelæggelse</i> <i>KOM(2013) 615</i> Materialet er udarbejdet af Finansministeriet og Erhvervs- og Vækstministeriet	8

## Dagsordenspunkt 2: Status for bankunionen mv.

### 1. Resume

Der ventes på ECOFIN d. 25. maj 2016 igen orienteret om status for gennemførelsen af allerede aftalte elementer vedr. bankunionen, herunder status for deltagende landes etablering af brofinansiering til den fælles afviklingsfond (SRF), overførsel af bidrag til SRF og for national implementering af EU28-direktiverne om genopretning og afvikling af kreditinstitutter (BRRD) og om nationale indskydergarantiordninger (DGSD).

*Aktuelt drøftes en styrkelse (eller "færdiggørelse") af bankunionen i form af forslaget om en fælles indskydergaranti (EDIS), tiltag til yderligere reduktion af risiko for bankkriser, samt en fælles permanent offentlig bagstopper ("backstop") for SRF. Det er forventningen, at formandskabet på ECOFIN den 17. juni vil søge at nå enighed blandt landene om en køreplan ("roadmap"), der fastlægger, hvilke elementer i styrkelsen af bankunionen man skal blive enige om hvornår, herunder mbt. EDIS, risikoreduktionstiltag samt en fælles bagstopper for SRF. Køreplanen vil muligvis søges fastlagt i form af rådskonklusioner. Det er muligt, at der på det kommende ECOFIN d. 25. maj 2016 vil være en første drøftelse af denne procesplan for styrkelse af bankunionen.*

*Der henvises til tidligere samlenotater vedr. bankunionen forelagt Folketingets Europaudvalg, især notaterne forud for ECOFIN 8. december 2015 og 8. marts 2016, herunder for så vidt angår EDIS, de mulige risikoreduktionstiltag og den fælles offentlige bagstopper.*

### 2. og 3. Baggrund og indhold

*Implementering af allerede aftalte elementer i bankunionen*

Bankunionens fælles tilsynsmekanisme (Single Supervisory Mechanism – SSM) under Den Europæiske Centralbank (ECB) blev aktiveret i november 2014. Den fælles afviklingsmekanisme (Single Resolution Mechanism – SRM) blev fuldt funktionsdygtig d. 1. januar 2016.

Bilag 1 giver et overblik over aktuel status for gennemførelse af allerede aftalte elementer i bankunionen. Billedet kan ændre sig på kort sigt, efterhånden som landenes implementering skrider frem. Status er beskrevet nedenfor.

Etableringen af den fælles afviklingsfond (Single Resolution Fund – SRF) er forankret i en mellemstatslig aftale (Intergovernmental Agreement – IGA). IGA'en fastlægger rammen for deltagerlandenes indbetalinger af deres respektive kreditinstitutters bidrag til de nationale afdelinger i SRF, som opbygges og gradvist fusioneres i løbet af overgangsperioden fra 2016 til 2024. IGA'en trådte i kraft d. 1. januar 2016 efter ratifikation i de deltagende lande med tilsammen 90 pct. af deltagende landes stemmer i Rådet.

Opbygningen af midler i afviklingsfonden SRF (finansieret af de deltagende landes kreditinstitutter) er nu påbegyndt. Som følge af EU28-reglerne i BRRD (se nedenfor) skulle alle EU-lande påbegynde opkrævning hos deres respektive kreditinsti-

tutter til nationale afviklingsfonde i 2015, og som følge af IGA'en skulle landene i bankunionen overføre de modtagne bidrag til den nationale afdeling af SRF pr. 31. januar 2016. Det har de fleste lande ifølge de foreliggende oplysninger nu gjort, men der udestår enkelte lande.

SRM bygger på regelsættet fra direktivet om genopretning og afvikling af nødlidende kreditinstitutter (Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD), som gælder for hele EU28. BRRD etablerer princippet om finansiering af bankkriser ved at lade tab blive båret af aktionærer og andre usikrede kreditorer ("bail-in"). Fristen for national implementering af BRRD var 1. januar 2015. Alle EU-landene har nu implementeret BRRD, idet enkelte lande dog fortsat mangler nogle elementer i implementeringen af BRRD.

Bankunionens deltagerlande skal ifølge aftalen fra ECOFIN 8. december 2015 desuden etablere offentlig brofinansiering til SRF i overgangsperioden 2016-2024. Brofinansieringen skal sikre midlertidig finansiering, hvis bail-in (nedskrivning af tilgodehavender hos aktionærer og kreditorer) og de sektorfinansierede midler i SRF ikke er tilstrækkelige til at håndtere et nødlidende institut. Brofinansieringen vil tage form af individuelle kreditlinjer ("kassekreditter") fra hvert af de deltagende lande til deres respektive nationale afdelinger i SRF. Der var frist for etablering af brofinansieringen d. 1. januar 2016. Ifølge de foreliggende oplysninger har kun et mindre antal lande endnu etableret deres brofinansiering.

Størstedelen af landene har implementeret direktivet om nationale indskydergarantiordninger (Deposit Guarantee Schemes – DGS), men implementeringen udestår fortsat i enkelte lande. Fristen var primo juli 2015.

Den nye lovgivning, som implementerer BRRD og DGS i Danmark, er trådt i kraft d. 1. juni 2015. Så længe Danmark ikke deltager i bankunionen, skal Danmark ikke ratificere IGA, etablere brofinansiering eller overføre bidrag til SRF.

#### *Styrkelse af bankunionen*

Aktuelt drøftes en styrkelse (eller "færdiggørelse") af bankunionen. Kommissionen har fremsat forslag om en fælles indskydergaranti (EDIS – European Deposit Insurance Scheme), herunder en fælles indskydergarantifond (DIF), og foreslået, at der parallelt arbejdes på flere konkrete tiltag til yderligere reduktion af risici i den finansielle sektor. Kommissionens formål med forslagene er at styrke (eller "færdiggøre") bankunionen.

Der er aktuelt drøftelser herom på teknisk niveau i en rådsarbejdsgruppe, jf. nedenfor. Der er planer om drøftelser af processen for styrkelsen af bankunionen på ECOFIN den 17. juni, hvor formandskabet ventes at søge enighed om en køreplan ("roadmap"). Køreplanen skal fastlægge, hvilke elementer i styrkelsen af bankunionen man skal blive enige om hvornår, særligt den fælles indskydergaranti (EDIS), tiltag til reduktion af risici for bankkriser, samt den permanente fælles offentlig bagstopper ("backstop") for afviklingsfonden SRF.

Det er muligt, at der på det kommende ECOFIN den 25. maj 2016 vil være en

første drøftelse af denne procesplan for styrkelse af bankunionen.

Der forelægger endnu ingen konkrete lovgivningsforslag fra Kommissionen om risikoreduktionstiltag. Senere forslag fra Kommissionen til risikoreduktionstiltag vil skulle forhandles og vedtages af Rådet og Europa-Parlamentet efter normal lovgivningsprocedure. De fleste af risikoreduktionstiltagene ventes at vedrøre EU-lovgivning og dermed alle EU-lande, uanset deltagelse i bankunionen eller ej.

Der er nedsat en rådsarbejdsgruppe, der drøfter EDIS-forslaget og risikoreduktionstiltag. Arbejdsgruppen påbegyndte sit arbejde i januar og har indtil videre primært drøftet proces og mulige videre veje frem for EDIS-forslaget og risikoreduktionstiltag, mens der kun i mindre omfang har været substansdrøftelser.

Risikoreduktionstiltag forventes bl.a. at omfatte gennemførelse af allerede vedtagne Basel-standarder i EU. EU-implementeringen af de globale standarder ventes at tage form af en revision af EU's kapitalkrav (CRD IV/CRR), hvor forslag ventes fremsat ultimo 2016. Det bemærkes, at Basel-standarder, der ventes færdig ultimo 2016 eller senere, ikke ventes implementeret i EU før i givet fald på et senere tidspunkt. Dette gælder bl.a. en ny standard i form af et revideret kapitalgulv. Et kapitalgulv er en nedre grænse for kreditinstitutters kapitalgrundlag.

Gennemførelse i EU af de globale standarder kan, afhængig af udformning, have konsekvenser for danske kreditinstitutter, herunder særligt dansk realkredit. Rådsarbejdsgruppen har ikke drøftet disse standarder nærmere siden ECOFIN d. 18. marts. For uddybning henvises til samlenotat tilsendt Folketingets Europaudvalg forud for ECOFIN d. 8. marts 2016.

Et risikoreduktionstiltag kan også blive en mulig ændring af den nuværende regulatoriske særbehandling af kreditinstitutters eksponeringer mod stater, dvs. beholdninger af statsobligationer. Baggrunden herfor er, at krisen understregede, at der er forskelle på tværs af lande i risikoen på statsobligationer. Hovedreglen i den eksisterende regulering er, at der ikke stilles krav til kreditinstitutter om kapital til at modstå tab på statsobligationer, uanset risiko. Det er modsat andre typer af eksponeringer, hvor der stilles krav om kapital afhængig af eksponeringernes risici. Samtidig er der ikke grænser for, hvor store eksponeringer et institut må have mod en enkelt stat (modsat andre eksponeringer, hvor reglen er, at en enkelt eksponering maksimalt må udgøre 25 pct. af kapitalgrundlaget).

En EU-arbejdsgruppe drøfter aktuelt, om den nuværende særbehandling skal fastholdes eller om reguleringen skal ændres i retning af en mere risikobaseret tilgang, hvor kapitalkrav i højere grad afspejler risikoen ved eksponeringer over for statsobligationer. Arbejdsgruppen ventes at fremlægge en rapport herom senere i år, muligvis i juni. Sagen vil herefter muligvis skulle drøftes på ECOFIN.

EU-landene har aftalt, at der skal etableres en permanent fælles offentlig bagstopper for afviklingsfonden SRF, senest fra 2024, når midlerne i SRF er bygget op. Bagstopperen skal kunne yde midlertidig finansiering, hvis nedskrivning af tilgodehavender hos aktionærer og kreditorer (bail-in) og de sektorfinansierede midler i

SRF ikke er tilstrækkelige til at håndtere et nødlidende institut.

Bagstopperen skal være finanspolitisk neutral, så evt. brug tilbagebetales af de deltagende landes institutter. Bagstopperen ventes baseret på eurolandenes fælles lånemekanisme (ESM). Kun eurolande finansierer og kan trække på ESM. Ifølge erklæring fra ECOFIN i december 2013 og 2015 skal der sikres ligebehandling mellem eurolande og ikke-eurolande, der måtte vælge at deltage i bankunionen, herunder vedr. den fælles bagstopper. Arbejdet med bagstopperen er endnu ikke påbegyndt. For uddybning henvises til samlenotat tilsendt Folketingets Europaudvalg forud for ECOFIN d. 8. december 2015. ECOFIN ventes at overveje det videre arbejde med bagstopperen, når brofinansieringen til SRF er etableret.

EDIS-forslaget er fremsat med hjemmel i artikel 114 i traktaten, hvilket betyder, at Rådet og Europa-Parlamentet er medlovgivere, og at det skal vedtages med kvalificeret flertal i ECOFIN. Artikel 114 vedrører harmonisering af EU-landenes lovgivninger vedr. det indre marked. Rådets Juridiske Tjeneste (RJT) har d. 12. april fremlagt sin en vurdering af forslagets hjemmel. RJT vurderer, at:

- Traktatens artikel 114 er et passende hjemmelsgrundlag for EDIS, herunder for den fælles indskydergarantifond (DIF). Vurderingen er på linje med tidligere vurdering fra RJT vedr. den fælles afviklingsmekanisme (SRM), hvor artikel 114 også blev vurderet som et passende hjemmelsgrundlag, herunder for den fælles afviklingsfond (SRF).
- Der kan benyttes en mellemstatslig aftale for etablering af de dele af EDIS, som Rådet og Europa-Parlamentet bestemmer sig for ikke at regulere.

Det drøftes aktuelt, om EDIS-forslaget bør have hjemmel i artikel 114 eller om dele af forslaget i givet skal etableres via en mellemstatslig aftale (IGA). Det kunne fx være DIF. Det ville svare til løsningen for SRF.

#### **4. Europa-Parlamentets holdning**

Europa-Parlamentet skal ikke udtale sig om statusorienteringen.

#### **5. Nærhedsprincippet**

Ikke relevant.

#### **6. Gældende dansk ret og forslagets konsekvenser herfor**

Orienteringen har ingen konsekvenser for gældende dansk ret.

#### **7. Konsekvenser**

Orienteringen har ingen statsfinansielle konsekvenser.

Orienteringen har ingen samfunds- eller erhvervsøkonomiske konsekvenser.

Risikoreduktionstiltag kan have samfunds- og erhvervsøkonomiske konsekvenser. Disse vil skulle vurderes nærmere, når konkrete forslag måtte blive fremsat.

## **8. Høringer**

Sagen har ikke været i ekstern høring.

## **9. Generelle forventninger til andre landes holdninger**

De øvrige lande ventes at tage orienteringen til efterretning.

## **10. Regeringens generelle holdning**

Regeringen vil tage orienteringen på ECOFIN til efterretning.

Regeringen støtter tiltag, der kan understøtte den finansielle stabilitet i EU og er således åben for at se på, om der er risici i den finansielle sektor, der ikke er adresseret i tilstrækkeligt omfang. Regeringen finder det af største vigtighed, at forslag til at implementere globale standarder i EU tager hensyn til særlige europæiske forhold og velfungerende forretningsmodeller, fx dansk realkredit.

Der henvises i øvrigt til regeringens holdninger i relation til styrkelsen af bankunionen, herunder risikoreduktionstiltag, den fælles indskydergaranti, samt den permanente bagstopper, i samlenotaterne vedr. ECOFIN 8. december 2015 og 8. marts 2016.

## **11. Tidligere forelæggelser for Folketingets Europaudvalg**

Der blev senest givet en status for gennemførelsen af bankunionen i forbindelse med forelæggelsen af ECOFIN d. 8. marts 2016.

## Bilag 1: Status for aftalte initiativer vedr. bankunionen

Tabel 1

Status for aftalte initiativer vedr. bankunionen, pr. 11. maj 2016					
Land	IGA	Overførsel af BRRD-bidrag til SRF, jf. IGA	Brofinansiering	BRRD	DGS
Østrig	Ratificeret	Overført	Pågående	Gennemført	Gennemført
Belgien	Ratificeret	Overført	Pågående	Gennemført <sup>1</sup>	Gennemført <sup>1</sup>
Cypern	Ratificeret	Udestår	Pågående	Gennemført	Gennemført
Estland	Ratificeret	Overført	Pågående	Gennemført	Gennemført
Finland	Ratificeret	Overført	Underskrevet	Gennemført	Gennemført
Frankrig	Ratificeret	Overført	Underskrevet	Gennemført	Gennemført
Tyskland	Ratificeret	Overført	Underskrevet	Gennemført	Gennemført
Grækenland	Ratificeret	Udestår	Ikke etableret	Gennemført	Gennemført
Irland	Ratificeret	Overført	Ikke etableret	Gennemført	Gennemført
Italien	Ratificeret	Udestår	Underskrevet	Gennemført	Gennemført
Letland	Ratificeret	Overført	Underskrevet	Gennemført	Gennemført
Litauen	Ratificeret	Overført	Underskrevet	Gennemført	Gennemført
Luxembourg	Ratificeret	Overført	Underskrevet	Gennemført	Gennemført
Malta	Ratificeret	Overført	Pågående	Gennemført	Gennemført
Nederlandene	Ratificeret	Overført	Pågående	Gennemført	Gennemført
Portugal	Ratificeret	Udestår	Pågående	Gennemført	Gennemført
Slovakiet	Ratificeret	Overført	Ikke etableret	Gennemført	Gennemført
Slovenien	Ratificeret	Overført	Underskrevet	Gennemført <sup>1</sup>	Gennemført
Spanien	Ratificeret	Overført	Ikke etableret	Gennemført	Gennemført
Bulgarien	-	-	-	Gennemført	Gennemført
Kroatien	-	-	-	Gennemført	Gennemført
Tjekkiet	Pågående	-	-	Gennemført	Gennemført
Danmark	-	-	-	Gennemført	Gennemført
Ungarn	Ratificeret	-	-	Gennemført	Gennemført
Polen	-	-	-	Gennemført <sup>1</sup>	Gennemført <sup>1</sup>
Rumænien	-	-	-	Gennemført	Gennemført
Sverige	Ikke underskriver af IGA og skal ikke ratificere			Gennemført	Pågående
UK	Ikke underskriver af IGA og skal ikke ratificere			Gennemført	Gennemført
<b>Frist</b>	Ultimo november 2015	31. januar 2016		1. januar 2015	Primo juli 2015

Anm.: IGA: Mellemsstatslige aftale om den fælles afviklingsfond (SRF). Overførsel af BRRD-bidrag til SRF, jf. IGA: Ifølge IGA'en skulle bankunionens deltagerlande senest 31. januar 2016 overføre de bidrag til SRF, som er opkrævet af landene i overensstemmelse med BRRD inden IGA'en trådte i kraft. Brofinansiering: Der var frist for etablering af brofinansiering til SRF 1. januar 2016. Pågående: Lande, hvor der er en dato for underskrivning. Ikke etableret: Lande, hvor der endnu ikke forelægger informationer. BRRD: Direktivet om genopretning og afvikling af kreditinstitutter. Rådet oplyste d. 30. november, at et tilstrækkeligt antal deltagende lande havde ratificeret IGA'en, så den kunne træde i kraft 1. januar 2016. DGS: Direktivet om nationale indskydergarantiordninger. <sup>1</sup>Lande hvor BRRD og DGS er delvist gennemført. Etablering af brofinansiering, BRRD og DGS er aktuelt genstand for lovgivningsprocesser i flere lande og billedet af implementeringen kan ændre sig på kortere sigt.

Kilde: Kommissionen og SRB.

## **Dagsordenspunkt 5: Forordning om pengemarkedsforeninger**

KOM(2013)615

### **1. Resume**

*Kommissionen fremsatte i september 2013 forslag til forordning om pengemarkedsforeninger. Forslaget er et led i EU's arbejde med at regulere den såkaldte skyggebanksektor, dvs. den kreditformidling, der omfatter enheder og aktiviteter uden for det almindelige banksystem. Pengemarkedsforeninger betegnes typisk som skyggebankenheder.*

*En pengemarkedsforening er en type investeringsforening, der investerer i likvide kortfristede, rentebærende værdipapirer eller indskud i kreditinstitutter. Pengemarkedsforeninger er i nogle lande en vigtig kilde til kortvarig finansiering for den offentlige sektor, finansielle institutioner og virksomheder. Desuden er pengemarkedsforeninger et alternativ til bankindskud for investorer, som ønsker at placere overskydende likviditet i en kortere periode med begrænset risiko.*

*Danmark har i øjeblikket ingen pengemarkedsforeninger, men foreningerne investerer deres midler på tværs af EU, herunder i Danmark, ligesom danske investorer må antages at investere i pengemarkedsforeninger i andre EU-lande. Pengemarkedsforeninger fra andre EU-lande vurderes umiddelbart aktuelt at holde en begrænset mængde af danske realkreditobligationer, dog kan denne mængde have været stigende de senere år.*

*Forslaget har til hensigt at sikre integriteten og stabiliteten af det indre marked ved at gøre pengemarkedsforeningerne mere modstandsdygtige over for finansielle kriser. Samtidig sigter forslaget på at sikre pengemarkedsforeningers rolle som finansieringskilde for økonomien, bl.a. ved at skærpe produkt- og likviditetsreglerne for pengemarkedsforeninger.*

*Der har været generel modstand mod visse dele af Kommissionens forslag blandt en række EU-lande, herunder de lande, hvor den største del af pengemarkedsforeningerne er hjemmehørende. Især har der været uenighed om forslaget vedr. en obligatorisk kontantbuffer på 3 pct. af aktiverne for nogle typer af pengemarkedsforeninger. Derfor har drøftelserne af forslaget været sat i bero siden udgangen af 2014. Formandskabets seneste kompromisforslag fra maj 2016 indeholder en række elementer, der indebærer ændringer og tilføjelser til Kommissionens forslag. Bl.a. er kontantbufferen udgået og erstattet af andre krav. Der er generelt bred opbakning til kompromisforslaget blandt EU-landene, uagtet at der udestår drøftelser på enkelte områder.*

*Sagen er ikke på dagsordenen for det kommende ECOFIN, men der ventes snart at kunne opnås enighed om en generel indstilling i Rådet uden drøftelse blandt ministrene.*

*Sagens indhold er beskrevet nedenfor i prioriteret form. Der henvises til bilag 1 for yderligere udbygning af baggrund og indhold samt til grund- og nærbedsnotat om sagen af 8. januar 2014.*

### **2. Baggrund**

Kommissionen fremsatte i september 2013 et forslag til en forordning om pengemarkedsforeninger.



Pengemarkedsforeninger er en type investeringsforening, der investerer deres midler i let omsættelige (likvide), kortfristede og rentebærende værdipapirer, fx kortfristede statsobligationer, samlet betegnet pengemarkedsinstrumenter, eller indskud i kreditinstitutter.

Pengemarkedsforeninger er i dag reguleret efter enten UCITS-direktivet (vedr. kollektive investeringer i værdipapirer) og FAIF-direktivet (vedr. forvaltere af alternative investeringsfonde). Dette vil de fortsat være, når forslaget er vedtaget, men suppleret af forordningen om pengemarkedsforeninger.

Pengemarkedsforeninger anvendes hovedsageligt af selskaber, der ønsker at investere deres overskydende likviditet med en kort tidshorisont, f.eks. indtil en større udgift, fx løn til medarbejderne, forfalder til betaling.<sup>1</sup> Investorer modtager et værdipapir i form af et investeringsbevis for deres placering af midler i en forening. Da investeringen i en pengemarkedsforening er relativt værdistabil, forrentes løbende, og investorerne har umiddelbar adgang til at indløse den (dvs. investeringen har en høj likviditet), benyttes investeringer i pengemarkedsforeninger ofte som et alternativ til fx bankindskud.

De europæiske pengemarkedsforeninger har hovedsageligt hjemsted i nogle få EU-lande. Således udgør Frankrig, Irland og Luxembourg over 95 pct. af markedet. Der er i øjeblikket ingen danske pengemarkedsforeninger.

Forslaget er fremsat i lyset af diskussionen om regulering af den såkaldte skyggebanksektor, som ved siden af den almindelige banksektor yder kreditformidling uden at være underlagt samme krav til fx kapital, likviditet og investorbeskyttelse. Pengemarkedsforeninger betegnes typisk som skyggebankenheder.

Den finansielle krise understregede en række svagheder ved pengemarkedsforeningerne, der indebar, at de i perioder med stor uro på markeder ikke kunne opfylde deres forpligtelser over for investorerne. Grundet fald i værdien på pengemarkedsforeningernes investeringer kunne de i perioder ikke øjeblikkeligt og fuldt ud tilbagebetale alle de investorer, der ønskede at indløse deres andele.

Det var med til at forværre adgangen til kortvarig finansiering i EU og førte i nogle tilfælde til såkaldte ”investorstormløb”, hvor mange investorer forsøgte at indløse deres andele i foreningerne samtidigt.

Forslaget er fremsat med hjemmel i artikel 114 i Traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde (TEUF). Forslaget behandles efter den almindelige lovgivningsprocedure, hvorefter Rådet og Europa-Parlamentet træffer beslutning i fælleskab. Rådet træffer afgørelse med kvalificeret flertal.

---

<sup>1</sup> Det er typisk ikke almindelige detailinvestorer, som investerer i pengemarkedsforeninger.

### 3. Formål og indhold

Forslaget har som formål at gøre pengemarkedsforeningerne mere robuste i perioder med finansiell usikkerhed, hvilket ifølge Kommissionen vil være til fordel for foreningernes investorer og det indre marked for kortsigtet finansiering i EU. Foreningerne gøres bl.a. mere robuste ved harmonisering og skærpelse af produkt- og likviditetskravene til pengemarkedsforeninger.

Det seneste kompromisforslag fra det hollandske formandskab (herefter 'kompromisforslaget') fra maj 2016 indeholder en række ændringer i forhold til Kommissionens forslag, men sigter grundlæggende på at opnå det samme formål gennem anvendelse af andre tiltag.

#### *Typer af pengemarkedsforeninger*

Forslaget sondrer dels mellem foreninger struktureret som pengemarkedsforeninger med kort løbetid og dels standardpengemarkedsforeninger. Forskellen ligger i kravene til sammensætningen af foreningernes portefølje og løbetiden på de instrumenter, foreningerne kan investere i (deres aktiver).

Pengemarkedsforeninger med kort løbetid investerer i pengemarkedsinstrumenter med en nærmere bestemt kort løbetid. Standardpengemarkedsforeninger kan investere i instrumenter med en længere løbetid end pengemarkedsforeninger med kort løbetid, dog fortsat begrænset til kortfristede rentebærende værdipapirer, som f.eks. kortfristede virksomhedsobligationer eller F-1 realkreditobligationer.

Herudover sondres der mellem typer af pengemarkedsforeninger ud fra, hvordan foreningernes såkaldte nettoaktivværdi (NAV) opgøres, dvs. værdien af foreningens aktiver fratrukket passiver værdiansat i henhold til en af tre modeller beskrevet nedenfor.

En pengemarkedsforenings NAV kan som udgangspunkt enten være konstrueret som konstant eller variabel. En forening med *konstant NAV* ('Konstant NAV pengemarkedsforeninger') er den mest solide og stabile pengemarkedsforening. Denne type forening investerer så sikkert, at investorerne i udgangspunktet altid skal kunne indløse deres andel af foreningen til den værdi, de har investeret, uanset hvordan værdien af foreningens portefølje ser ud. Dvs. indløsning kan som udgangspunkt mindst ske til den værdi (der ses her bort fra et evt. afkast), beviset lyder på. Med andre ord vil en investering på 100 kr. i udgangspunktet (som minimum) resultere i udbetaling af 100 kr. ved indløsning. Hvis midlerne overstiger den konstante NAV, dvs. der er et positivt afkast, hvilket typisk vil være tilfældet, vil midlerne enten blive udloddet til investorerne, eller investorerne vil blive tilskrevet en forholdsmæssig andel af denne stigning i form af flere andele. Det vil typisk i perioder med stor uro på finansmarkederne dog ikke være muligt for foreningen at efterleve dette princip.

Investeringer i en pengemarkedsforening med *variabel NAV* ('Variabelt NAV pengemarkedsforeninger') er en smule mere risikable end i en forening med kon-

stant NAV, da værdien af foreningen og dermed investeringsandele stiger og falder i takt med værdien af dens portefølje. Det betyder, at investorer i sådan en type forening, afhængig af indløsningstidspunktet, kan risikere at værdien af deres andel er mindre værd end det oprindelige indskud. Det afhænger således af værdien på indløsningstidspunktet, hvilken værdi andelen har for investorerne. Denne type forening svarer til investeringsforeninger, bortset fra, at den kun investerer i korte, rentebærende værdipapirer, eller indskud.

Kompromisforslaget indfører en ny type NAV pengemarkedsforening, der ligger i spændet mellem foreninger med henholdsvis konstant og variabel NAV. Den nye foreningstype kaldes Lav Volatilitet NAV pengemarkedsforeninger. Lav Volatilitet NAV pengemarkedsforeninger vil kunne tilbyde stort set samme likviditet ved indløsning som en Konstant NAV pengemarkedsforening, da det vil være muligt at tilbyde indløsning af investorernes andele til værdien ved indbetaling, så længe denne værdi forbliver inden for en begrænset afvigelse fra markedsværdien af porteføljen. Er dette ikke tilfældet, vil indløsning skulle ske til markedsværdi, som det er tilfældet for Variabelt NAV pengemarkedsforeninger.

Kompromisforslaget opererer således hvad angår NAV med tre typer af pengemarkedsforeninger: Konstant NAV, Lav Volatilitet NAV og Variabel NAV. Krav til disse pengemarkedsforeningstyper er beskrevet nedenfor.

#### *Krav til pengemarkedsforeninger*

Kommissionens forslag indeholder krav om, at Konstant NAV pengemarkedsforeninger skal opretholde en kontantbuffer på 3 pct. af de samlede aktiver. Bufferen skal kunne bruges til at dække indløsningskrav fra investorerne til enhver tid og bidrage til at sikre, at investorerne kan indløse deres andele til værdien ved indbetaling. Kontantbufferen ville endvidere indebære, at en pengemarkedsforening ikke vil kunne investere midlerne i andre aktiver, som potentielt kunne give et højere afkast.

Bufferkravet var en af de centrale knaster, som var med til at sætte forhandlingerne af forslaget i bero. Kompromisteksten indeholder ikke dette krav, bl.a. fordi det blev vurderet uforeneligt med foreningernes forretningsmodel. I stedet er der indført en række andre foranstaltninger, som skal begrænse risikotagning og spredning af risikoen til det øvrige finansielle system.

Konstant NAV pengemarkedsforeninger begrænses ifølge kompromisforslaget til kun at kunne investere i instrumenter, der er udstedt af eller garanteret af f.eks. en stat eller centralbank, fx kortfristede statsobligationer, eller i kontanter, og dermed i stor udstrækning være sikret mod kursfald mv.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Dog drøftes muligheden for at lægges op en undtagelse for pengemarkedsforeninger, der er udelukkende rettet mod detailinvestorer udenfor EU, idet disse udgør et stort markedssegment for visse lande og fortsættelsen af forretningsmodellen ikke vil være til skade for investorbeskyttelse eller skabe uens markedsvilkår indenfor EU.

Kompromisforslaget indebærer, at der for de nye Lav Volatilitet NAV pengemarkedsforeninger stilles krav til likviditet og løbetid af aktiverne, som er strengere end dem som stilles for Variabelt NAV pengemarkedsforeninger. Det skyldes, at Lav Volatilitet NAV pengemarkedsforeninger for at kunne leve op til målet om at holde værdien af investeringsandelene stabil, vil skulle investere, så der er minimale risici for, at foreningens aktiver taber i værdi.

#### *Pengemarkedsforeningers investeringer*

Kompromisforslaget fastholder i vidt omfang Kommissionens forslag i forhold til rammerne for hvilke aktiver, en pengemarkedsforening må investere i.

I modsætning til Kommissionens forslag tillader kompromisforslaget inden for fastlagte rammer pengemarkedsforeninger at investere i andre pengemarkedsforeninger. Til gengæld stilles krav mhp. at begrænse koncentrationen af investeringerne, således at konsekvenserne mindskes, hvis en enkelt forening, der er blevet investeret i, kommer i problemer.

I lighed med Kommissionens forslag foreskriver kompromisforslaget, at en pengemarkedsforening inden for fastlagte rammer skal sprede sine investeringer, dvs. have en diversificeret portefølje, samt investere i aktiver med helt kort løbetid (fx stilles der krav om en vis mængde aktiver med løbetid op til en uge).

Kompromisforslaget indeholder i modsætning til Kommissionens forslag mulighed for, at pengemarkedsforeninger kan investere op til 10 pct. af deres aktiver (mod 5 pct. som foreslået af Kommissionen) i særligt dækkede obligationer, særligt dækkede realkreditobligationer, realkreditobligationer eller obligationer, der er udstedt af kreditinstitutter i EU fra samme udsteder.

Grænsen på de 10 pct. er lavere end i UCITS-direktivet, der giver EU-landene mulighed for at tillade, at op til 25 pct. af en kollektiv investeringsforenings aktiver kan placeres i sådanne obligationer (en mulighed som benyttes i Danmark).

Summen af sådanne investeringer må ikke overstige 40 pct. af pengemarkedsforeningens samlede aktiver. I UCITS-direktivet kan hvert EU-land tillade, at summen af sådanne investeringer må være op til 80 pct. af foreningens aktiver.

I kompromisforslaget gives der desuden mulighed for, at pengemarkedsforeninger kan investere op til 20 pct. af deres aktiver i særligt dækkede obligationer, særligt dækkede realkreditobligationer, realkreditobligationer eller obligationer, der i henhold til Kommissionens delegerede retsakt om likviditetsdækningskrav (LCR) for kreditinstitutter, vurderes at være af den højeste kvalitet (hvilket er tilfældet for langt hovedparten af danske realkreditobligationer).<sup>3</sup> Summen af sådanne investeringer må ikke overstige 60 pct. af pengemarkedsforeningens samlede aktiver.

---

<sup>3</sup> For nærmere herom henvises til notat fra til Folketingets Europaudvalg af 29. oktober 2014: <http://www.ft.dk/samling/20141/almdel/euu/bilag/76/1417548.pdf>

Det bemærkes, at denne del af forslaget fortsat drøftes.

Tabel 1 nedenfor opsummerer de særlige krav der ifølge kompromisforslaget vil gælde for de forskellige typer af pengemarkedsforeninger ud fra opgørelse af nettoaktivværdi (NAV) samt foreningens investeringshorisont.

#### *Kreditvurderinger*

Forslaget fastlægger bestemmelser vedr. (eksterne) kreditvurderinger af pengemarkedsforeninger. Kommissionen lægger i sit forslag op til et forbud mod, at en forvalter eller forening må anmode et kreditvurderingsbureau om en kreditvurdering af foreningen selv eller finansiere en sådan. Dette har til formål at begrænse afhængigheden af eksterne kreditvurderinger, især i krisesituationer hvor en nedgradering vil kunne bidrage til at starte et såkaldt investorstormløb.

I kompromisforslaget ændres dette forbud, således at det er muligt for pengemarkedsforeningerne at anmode om eller betale for en kreditvurdering fra et kreditvurderingsbureau mod at oplyse om dette forhold. Baggrunden herfor er, at flere lande, herunder Danmark, har været bekymret for mindre investorer, som kan have fordel af at støtte sig til en vurdering fra et kreditvurderingsbureau.

Forslaget fastlægger derudover bestemmelser vedr. pengemarkedsforeningers (interne) kreditvurdering af de aktiver, de investerer i. Kommissionens forslag stiller således konkrete krav til pengemarkedsforeningers interne vurdering af kreditkvaliteten af pengemarkedsinstrumenter og proceduren herfor. Dette har bl.a. til formål at sikre mere ensartet vurdering af kreditkvaliteten af foreningens potentielle investeringer på tværs af EU.

Kompromisforslaget afviger herfra, idet der ikke stilles sådanne konkrete krav til den interne vurdering, men i stedet foreskrives hvilke principper, pengemarkedsforeningernes procedure for vurdering af aktiver og udstedere skal overholde. Den skal bl.a. baseres på principper for kvantificering af kreditkvalitet under hensyn til instrumentets udsteder og selve instrumentets karakteristika og årlige interne rapporteringer og revurderinger.

Denne del af kompromisforslaget drøftes ligeledes fortsat, idet der fra flere landes side ønskes en højere grad af hensyntagen til særligt de mindre foreninger, herunder idet de ikke nødvendigvis har ressourcer til at kreditvurdere alle udstedere og instrumenter selv.

#### *Ekstern støtte til pengemarkedsforeninger*

Pengemarkedsforeninger er typisk forbundne med en ”sponsor”, fx et kreditinstitut, der historisk set ofte har valgt at forpligte sig til at stille garanti for, at investorer i en given forening kunne indløse deres andele til værdien ved indbetaling, i tilfælde af at markedsværdien lå under denne.

Kommissionens forslag indeholder regler om begrænsning af sådan ekstern støtte for at fjerne usikkerheden om, hvorvidt en pengemarkedsforening har adgang til støtte fra sin sponsor og minimere risikoen for, at en forenings problemer spredt sig til andre dele af det finansielle system via det kreditinstitut, der har ageret sponsor. Kommissionen lægger således op til, at det ikke er muligt at modtage støtte i andet end helt ekstraordinære tilfælde. Dette krav er skærpet i kompromisforslaget, hvor ekstern støtte helt forbydes.

#### **4. Europa-Parlamentets udtalelser**

Europa-Parlamentet er medlovgiver om forslaget. Europa-Parlamentet vedtog den 29. april 2015 ændringsforslag til Kommissionens forslag på baggrund af udkast fra Økonomi- og Valutaudvalget (ECON). Europa-Parlamentet har dog ikke afsluttet sin førstebehandling af forslaget, men sendt forslaget tilbage til ECON med henblik på at indlede forhandlingerne med Rådet.

Europa-Parlamentet foreslår flere andre nye typer af pengemarkedsforeninger. Udover Lav Volatilitet NAV pengemarkedsforeninger, som Europa-Parlamentet også foreslår som ny type af pengemarkedsforening, drejer det sig om en type af Konstant NAV pengemarkedsforening, der primært investerer i offentlig gæld, og en anden type af Konstant NAV pengemarkedsforening, som kun velgørende organisationer, non-profit organisationer, offentlige myndigheder og offentlige fonde må tegne andele i.

Europa-Parlamentet foreslår detaljerede regler for interne vurderingsprocedurer med henblik på at fastlægge de ugentlige likviditetstærskler samt kreditvurdering af de instrumenter, som foreningerne kan investere i, herunder krav om reevaluering hver sjette måned. Der lægges desuden op til, at en pengemarkedsforening kan anmode et kreditvurderingsbureau om en kreditvurdering af foreningen selv, eller finansiere en sådan, såfremt det sker i henhold til forordning 2013/426/EU om kreditvurderingsinstitutter (CRA III).<sup>4</sup>

I forhold til diversificeringsreglerne lægger Europa-Parlamentet alene op til mindre justeringer af Kommissionens forslag.

#### **5. Nærhedsprincippet**

Regeringen vurderer, at forslaget er i overensstemmelse med nærhedsprincippet, da formålet er at øge det indre markeds robusthed og øge gennemsigtigheden af pengemarkedsforeningers produkter på tværs af EU-landene samt sikre foreningernes rolle som finansieringsværktøj på nationalt og europæisk plan.

Det er regeringens vurdering, at det ikke er muligt at opnå dette alene gennem national regulering, eftersom nationale tiltag alene ville dække en mindre del af markedet.

---

<sup>4</sup> CRA III sigter på at mindske mekanisk afhængighed hos finansielle virksomheder såsom pengemarkedsforeninger af eksterne kreditvurderinger fra kreditvurderingsbureauer og fremme virksomhedernes egne interne kreditvurderinger.

Ovenstående vurdering understøttes af, at der med forslaget sikres ensrettede produktregler for pengemarkedsforeningerne, således at investeringsprodukter, der markedsføres på tværs af EU som enten standardpengemarkedsforeninger eller pengemarkedsforeninger med kort løbetid, har samme produktprofil.

## 6. Gældende dansk ret

Pengemarkedsforeninger eller forvaltere af pengemarkedsforeninger er i gældende dansk ret reguleret enten ved lov om investeringsforeninger m.v. (LIF) eller ved lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. (FAIF-loven). Denne lovgivning er baseret på indholdet i UCITS-direktivet og FAIF-direktivet.

Forslaget er fremsat som forordning, som vil have direkte virkning i dansk ret uden lovgivningsmæssig gennemførelse.

Forordningen vil udgøre et supplement til produktreglerne (altså regler for hvilke produkter, foreningerne må investere i) i LIF. FAIF-loven indeholder ikke produktregler, men udelukkende regler for hvilke pligter, der påhviler forvalteren. Forordningen vil således være et supplement til disse regler, fordi forvaltere vil blive forpligtet til at skulle sikre overholdelse af bl.a. forordningens produktregler, når en alternativ investeringsforening godkendes som en pengemarkedsforening.

## 7. Konsekvenser

### *Lovgivningsmæssige konsekvenser*

Forordninger skal efter EU-retten ikke implementeres i national lovgivning og er umiddelbart gældende i dansk ret.

Forslaget vil dog føre til enkelte mindre tilpasninger af LIF samt bekendtgørelse om investerbare værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter for investeringsforeninger. Disse ændringer består i at fjerne bestemmelser, som vedrører elementer, der fremover vil være reguleret ved en separat forordning, og kan således ikke være reguleret ved nationale bestemmelser, som f.eks. krav til portefølje og diversifikation af investeringerne.

### *Økonomiske konsekvenser*

Forslaget har ingen direkte statsfinansielle konsekvenser, og forslaget medfører ingen nævneværdige nye tilsynsopgaver.

Forslaget kan forventes at have positive samfundsøkonomiske konsekvenser i EU-landene, da det vil bidrage til et mere gennemsigtigt og stabilt investeringsmiljø i EU, hvilket vil bidrage til at øge den finansielle stabilitet, således at virkningerne af en potentiel krise begrænses.

For Danmark vurderes de samfundsøkonomiske konsekvenser af forslaget umiddelbart at være begrænsede. Danmark har således i øjeblikket ingen pengemarkedsforeninger, om end forslaget potentielt kan have en afledt positiv effekt på

efterspørgslen efter danske realkredit- og statsobligationer (se nedenfor), ligesom forslaget kan have positive konsekvenser for danske investorer, som investerer i udenlandske pengemarkedsforeninger.

Endvidere kan diversificeringsreglerne potentielt have positiv effekt på efterspørgslen efter danske realkreditobligationer og korte statspapirer, da pengemarkedsforeningerne i medfør heraf kan have behov for at øge graden af diversificering i deres porteføljer. Dette kan bidrage til en øget efterspørgsel efter instrumenter, som vurderes at være særligt sikre.

Fravigelse som i kompromisforslaget fra den generelle begrænsning på investering i instrumenter fra samme udsteder fsva. særligt dækkede obligationer, særligt dækkede realkreditobligationer og realkreditobligationer vil yderligere kunne bidrage hertil. Pengemarkedsforeninger fra andre EU-lande vurderes umiddelbart aktuelt at holde en begrænset mængde af danske realkreditobligationer, dog synes der at være en stigning i udenlandske ejerandele over de senere år.

Forslaget medfører begrænsede administrative konsekvenser for erhvervslivet, da reglerne i vid udstrækning er et supplement til de gældende regler for pengemarkedsforeninger. Endvidere bemærkes det, at der i øjeblikket ikke er nogen pengemarkedsforeninger i Danmark.

## **8. Høringer**

Forordningsforslaget var i høring i EU-Specialudvalget for den finansielle sektor med frist til den 26. september 2013. For en gennemgang af høringssvarene henvises til grund- og nærhedsnotat af 8. januar 2014.

## **9. Generelle forventninger til andre landes holdninger**

Der har tidligere været generel modstand mod visse elementer i Kommissionens forslag blandt en række EU-lande, herunder de lande, hvor størstedelen af pengemarkedsforeningerne er hjemmehørende. Det gælder særligt behandlingen af pengemarkedsforeninger med en konstant NAV (herunder især Kommissionens forslag om en kontantbuffer på mindst 3 pct. af foreningens aktiver), hvorfor drøftelserne af forslaget har været i bero i en længere periode (siden udgangen af 2014) frem til det seneste kompromisforslag fra det nuværende hollandske formandskab fra 5. maj 2016.

Det vurderes, at den grundlæggende modstand mod forslaget er fjernet med kompromisforslaget, og der forventes at være bred opbakning til formandsskabets kompromisforslag, idet der dog fortsat er enkelte elementer, hvor det fortsat udestår at finde konkrete løsninger, jf. ovenfor. Disse ændringer ventes dog ikke at medføre grundlæggende ændringer i forhold til det foreliggende kompromisforslag.

## **10. Regeringens generelle holdning**

Regeringen er positiv overfor, at forslaget sigter mod at begrænse den systemiske risiko, pengemarkedsforeninger kan medføre. Regeringen vurderer, at forslaget vil



bidrage til at gøre pengemarkedsforeninger mere robuste og dermed begrænse virkningerne af uro på finansmarkederne og de heraf afledte virkninger for det finansielle system generelt.

Regeringen finder det positivt, at der med forslaget indføres et fælles regelsæt vedr. pengemarkedsforeninger. Dette vil øge gennemsigtigheden for de investorer, der benytter disse foreninger til opsparing og styrke pengemarkedets rolle som finansieringskilde for den offentlige sektor, finansielle institutioner og virksomheder i EU.

Regeringen støtter generelt formandskabets kompromisforslag til forordning om pengemarkedsforeninger, der generelt vurderes at forbedre Kommissionens forslag. Det er positivt, at kompromisforslaget begrænser den systemiske risiko, som forholdet mellem pengemarkedsforeningerne og andre europæiske finansielle institutioner (såkaldte sponsorer) kan medføre ved helt at forbyde ekstern støtte fra disse. Dette kan være med til at sikre, at problemer i pengemarkedsforeninger ikke spredes til resten af det finansielle system og således yderligere begrænse virkningerne af en potentiel ny krise.

Regeringen finder det desuden positivt, at kompromisforslaget indeholder en undtagelse fra kravene til diversificering for særligt dækkede obligationer, særligt dækkede realkreditobligationer og realkreditobligationer, således at pengemarkedsforeninger kan placere 10 pct. af foreningens aktiver i sådanne obligationer og 20 pct. hvis disse er af særdeles høj kvalitet, som det er tilfældet for langt størstedelen af danske realkreditobligationer, udstedt af samme udsteder, mod 5 pct. i forslaget fra Kommissionen. Regeringen vil arbejde for, at denne positive behandling af realkreditobligationer fastholdes.

Regeringen støtter, at kravet om, at en pengemarkedsforening eller en forvalter af en pengemarkedsforening ikke må anmode om eller betale for en kreditvurdering af pengemarkedsforeningen fra et kreditvurderingsbureau, er udgået i kompromisforslaget, da dette ville skabe en utilsigtet ulighed mellem investorerne. Mindre professionelle investorer og detailinvestorer vil ikke have ressourcerne til egenhændigt at foretage kreditvurdering af de enkelte foreninger, hvorfor deres investeringsbeslutning vil blive truffet på et ringere grundlag end for investorer med de fornødne ressourcer.

#### **11. Tidligere forelæggelser for Folketingets Europaudvalg**

Kompromisforslaget har ikke tidligere været forelagt Folketingets Europaudvalg. Grund- og nærhedsnotat om Kommissionens forslag er tidligere sendt til Folketingets Europaudvalg den 8. januar 2014.

## Bilag 1: Uddybende baggrund og indhold

### *Baggrund*

I dag er pengemarkedsforeninger reguleret enten igennem direktiv 2009/65/EF om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektive investeringer i værdipapirer (UCITS-direktivet, som vedrører ca. 80 pct. af reguleringen af pengemarkedsforeningerne), eller direktiv 2011/61/EU om forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF-direktivet, som vedrører de resterende ca. 20 pct. af reguleringen). Disse direktiver udgør i dag de retlige rammer for oprettelse, forvaltning og markedsføring af pengemarkedsforeninger i EU.

De to direktiver indebærer dog, som den øvrige regulering af skyggebankssektoren, en anden og på nogle områder mere lempelig regulering end den europæiske regulering af bankssektoren og vurderes derfor af Kommissionen ikke på tilstrækkelig vis at adressere de risici, som pengemarkedsforeningerne reelt udgør for det finansielle system. Forordningen om pengemarkedsforeninger er således et supplement til henholdsvis UCITS-direktivet og FAIF-direktivet, der også fortsat vil gælde for pengemarkedsforeningerne.

Reguleringen af skyggebankssektoren er – ligesom reguleringen af almindelige kreditinstitutter – skærpet siden krisen. Det er fx sket med UCITS- og FAIF-direktivet og med forordning vedr. rapportering og gennemsigtighed for værdipapir-finansieringstransaktioner (SFT). Kommissionen offentliggjorde samtidig med forordningsforslaget en meddelelse om håndtering af nye kilder til risici i den finansielle sektor.<sup>5</sup> Heraf fremgår, at der på grund af skyggebankssektorens størrelse og tætte forbindelser til de almindelige kreditinstitutter ifølge Kommissionen er behov for at introducere klare regler, som kan skabe gennemsigtighed og øget stabilitet. Pengemarkedsforeninger fremhæves her som et eksempel på en skyggebanksenhed.

Den finansielle krise viste en række svagheder ved pengemarkedsforeningerne, der indebar, at de i perioder med stor uro på markeder ikke kunne opfylde deres likviditetsforpligtelser over for investorerne. Dette bidrog til at øge de systemiske risici og var dermed med til at forværre krisen.

Den systemiske effekt skyldtes ikke mindst, at mange pengemarkedsforeninger har en tæt relation til andre europæiske finansielle virksomheder, fx kreditinstitutter, der blandt andet fungerer som såkaldte sponsorer ved at være forpligtede til at yde økonomisk støtte til eller garantere udbetalinger fra foreningerne, hvis de kommer i økonomiske udfordringer.<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> Meddelelse fra Kommissionen til Rådet og Europa-Parlamentet: Skyggebanks – Hvordan tackles nye kilder til risici i den finansielle sektor (KOM (2013) 614) offentliggjort 4. september 2013.

<sup>6</sup> Det bemærkes, at den systemiske effekt i et vist omfang allerede vil være adresseret, hvis kapitalkravet forbundet med en banks forpligtelse over en pengemarkedsforening afspejler risikoen for banken ved sin forpligtelse.

### *Typer af pengemarkedsforeninger*

Pengemarkedsforeninger med kort løbetid investerer i pengemarkedsinstrumenter med en kort løbetid. Der gælder krav om, at pengemarkedsforeningers investeringsportefølje skal have en gennemsnitlig renteløbetid på højst 60 dage og en gennemsnitlig restlevetid på højst 120 dage.

Den gennemsnitlige renteløbetid på tværs af alle aktiver er udtryk for, hvor lang en periode renten på aktiverne i gennemsnit er lagt fast. Den gennemsnitlige renteløbetid siger noget om følsomheden af værdien af en pengemarkedsforenings aktiver over for ændringer i renten. Højere renteløbetid indebærer større følsomhed over for ændringer i renteniveauet, fordi en ændring i renten i så fald giver anledning til en større påvirkning af værdien af aktiverne. Den gennemsnitlige restlevetid siger noget om, hvor langt ude i fremtiden renter og afdrag på et aktiv i gennemsnit tilbagebetales til långiver. Jo længere ude i fremtiden rente og afdrag tilbagebetales, jo længere er den gennemsnitlige restlevetid, og jo større er kreditrisikoen for pengemarkedsforeningen alt andet lige.

Standardpengemarkedsforeninger kan investere i instrumenter med en længere løbetid, dog fortsat begrænset til kortfristede rentebærende papirer. Kravene til porteføljens gennemsnitlige renteløbetid og restlevetid for en standardpengemarkedsforening er henholdsvis højst 6 og 12 måneder.

Med kompromisforslaget er der indført en ny type forening ved navn Lav Volatilitet NAV pengemarkedsforeninger, som vil kunne tilbyde samme likviditet som en Konstant NAV pengemarkedsforening, da det vil være muligt at tilbyde indløsning af investorenes andele til værdien ved indbetaling, så længe denne værdi forbliver indenfor en afvigelse på 0,2 pct. fra markedsværdien af porteføljen (afviger den med mere end 0,2 pct. skal indløsning ske til markedsværdi, som det er tilfældet for pengemarkedsforeninger med variabelt NAV).

Dette kan illustreres med et eksempel. En investor køber en investeringsandel i en pengemarkedsforening for 100 kr. Foreningen investerer disse 100 kr. i en portefølje af aktiver. Så længe porteføljens markedsværdi ligger mellem 99,8 kr. og 100 kr., vil investoren ved indløsning få udbetalt 100 kr. Falder værdien af porteføljen til under 99,8 kr., vil investoren ved indløsning kun få udbetalt markedsværdien. Såfremt markedsværdien er mellem 100 og 100,2 kr., vil investor ligeledes få udbetalt 100 kr. Ved en værdi over 100,2 kr. vil investor få udbetalt markedsværdien.

Der indføres et forbud imod, at en standard pengemarkedsforening må være konstrueret som andet end en Variabel NAV pengemarkedsforening.

### *Krav til pengemarkedsforeninger*

En pengemarkedsforening skal iht. forslaget søge om og opnå tilladelse til at agere som pengemarkedsforening for at anvende denne betegnelse. Forslaget til forordning indebærer visse skærpedelser i forhold til UCITS- og FAIF-direktivet, navnlig krav til øget likviditet af investeringsporteføljen (dvs. de aktiver, som pengemar-

kedsforeningerne investerer i). Dette er tilfældet såvel i Kommissionens forslag som i kompromisforslaget.

Kommissionens forslag om en kontantbuffer på 3 pct. af de samlede aktiver, som foreningen forvalter, er udgået i kompromisforslaget. I stedet er der i kompromisforslaget indført en række andre foranstaltninger. Der er bl.a. indført en ny type forening (Lav Volatilitet NAV), generelt strengere krav til porteføljesammensætningen for alle typer pengemarkedsforeninger samt tiltag til at modvirke investorstormløb.

#### *Værdiansættelse og indløsning*

Udgangspunktet i Kommissionens forslag for værdiansættelse af pengemarkedsforeningers aktiver og indløsning af andele er, at dette er baseret på markedsværdien af aktiverne. Dette fastholdes i kompromisforslaget fsva. Variabel NAV pengemarkedsforeninger. Derimod skal såvel Konstant NAV og Lav Volatilitet NAV pengemarkedsforeninger efter kompromisforslaget værdiansætte deres aktiver efter den såkaldte 'amortiserede metode'. Denne metode indebærer, at aktiverne værdiansættes efter en beregning af værdien ved erhvervelsen fratrukket fradrag og afdrag. Dermed udliges udsving i aktivernes og passivernes værdi over tid, da aktiverne under den amortiserede metode vil svare til værdien af passiverne. Metoden må dog kun anvendes af en Lav Volatilitet NAV pengemarkedsforening, såfremt værdiansættelsen ikke afviger mere end 0,1 pct. fra markedsværdien.

#### *Pengemarkedsforeningers investeringer*

Kompromisforslaget er tilpasses forslaget til forordning om simple, gennemsigtige og standardiserede sekuritiseringer (STS sekuritiseringer), således at pengemarkedsforeninger kan investere i denne type af sekuritiseringer, inden for de rammer, som fastlægges i kompromisforslaget. Der pågår fortsat drøftelser herom, bl.a. under hensyntagen til, at forhandlingerne med Europa-Parlamentet om STS-forslaget endnu ikke er påbegyndt. Der blev opnået enighed i Rådet på forslaget i december 2015.

I modsætning til Kommissionens forslag tillader kompromisforslaget pengemarkedsforeninger at investere i andre pengemarkedsforeninger. Konkret stilles krav om, at investeringer i den samme pengemarkedsforening, og summen af investeringer i pengemarkedsforeninger generelt, ikke overstiger henholdsvis 5 pct. og 30 pct. af den enkelte pengemarkedsforenings aktiver.

En pengemarkedsforening må som udgangspunkt højst placere 5 pct. af foreningens aktiver i f.eks. pengemarkedsinstrumenter fra samme udsteder, eller op til 10 pct. af sine indskud hos det samme kreditinstitut. Variabel NAV pengemarkedsforeninger må dog investere op til 10 pct. af aktiverne i pengemarkedsinstrumenter fra samme udsteder.

Såfremt Variabel NAV pengemarkedsforeninger investerer mere end 5 pct. (og maks. 10 pct.) i instrumenter fra én udsteder, må summen af alle investeringer, der hver især udgør mellem 5 pct. og 10 pct., ikke overstige 40 pct. af pengemarkedsforeningens samlede aktiver.

Den kompetente myndighed (i Danmark Finanstilsynet) kan under visse betingelser tillade, at en pengemarkedsforenings investeringer i pengemarkedsinstrumenter udstedt eller garanteret af f.eks. en statslig myndighed eller centralbank udgør op til 100 pct. af foreningens aktiver. Kompromisforslaget fastholder på dette punkt generelt Kommissionens forslag.

#### *Porteføljebestemmelser*

Kompromisforslaget fastholder i stort omfang Kommissionens forslag fsva. regler for porteføljer. Det foreskriver fx, at alle pengemarkedsforeninger (både standardpengemarkedsforeninger og pengemarkedsforeninger med kort løbetid) skal konstruere deres porteføljer således, at mindst 10 pct. af aktiverne er placeret i aktiver med løbetid på op til en dag, og mindst 20 pct. af aktiverne er placeret i aktiver med en løbetid på op til en uge.

Kompromisforslaget supplerer det oprindelige forslag med en forpligtelse for foreningerne til at reagere med henblik på at bringe porteføljen indenfor tærsklerne igen, såfremt nogen af tærsklerne overskrides.

Kompromisforslaget indfører et særligt krav til Konstant NAV og Lav Volatilitet NAV pengemarkedsforeninger, hvorefter mindst 30 pct. af foreningens aktiver skal bestå af aktiver med løbetid på op til en uge. Såfremt denne tærskel ikke overholdes, vil forvalteren skulle underrette bestyrelsen, som skal *overveje* at benytte et af følgende tiltag for at håndtere problemet:

- Gebyr på indløsning på op til 2 pct.,
- Indløsningsbegrænsning på maksimalt 10 pct. af pengemarkedsforeningens aktier eller andele i en periode på op til 15 dage,
- Suspension af indløsning i op til 15 dage.

Såfremt andelen af aktiver med løbetid på op til en uge falder til under 10 pct. af foreningens aktiver, *skal* bestyrelsen indføre et vist gebyr på indløsning eller en suspension af indløsning på op til 15 dage.

Derudover foreskriver kompromisforslaget, at en Lav Volatilitet NAV eller Konstant NAV pengemarkedsforening automatisk ophører med at være en af disse typer af foreninger, hvis den i en periode på 90 dage har suspenderet indløsning i mere end 15 dage. Dvs. at foreningen vil miste retten til at betegne sig som sådanne typer pengemarkedsforeninger, hvilket må antages at tilskynde investorer, som lægger vægt herpå, til at flytte deres investeringer i foreningen væk til andre foreninger, der fortsat opfylder kravet.

### *'Kend-din-kunde'-politik*

Kommissionens forslag indeholder en række krav til, hvilke informationer foreningerne skal have om deres investorer med henblik på at kunne forudse deres behov og adfærd. Foreningerne skal bl.a. kunne identificere mønstre i visse investorers kontantbehov, forskelligheder i deres kompleksitet og risikoaversion, samt indbyrdes relationer investorerne imellem. Foreningerne skal for så vidt også sikre, at foreningen som følge af investorers behov ikke havner i en situation, hvor der skal ske meget store indløsninger, der som konsekvens kunne medføre, at foreningens beholdning af instrumenter bliver illikvid. Kompromisforslaget fastholder i vidt omfang disse krav.

Tabel 1

Særlige krav til forskellige typer af pengemarkedsforeninger ud fra opgørelse af nettoaktivværdi (NAV) samt investeringshorisont (derudover gælder generelle krav, som er ens på tværs af pengemarkedsforeningstyper)

Nettoaktivværdi (NAV)	Konstant NAV	Lav-volatilitet NAV (ny ift. Kommissionens forslag)	Variabel NAV
<b>Investeringshorisont</b>	<p><u>Formandskabets kompromisforslag:</u></p> <p><b>Kontantbuffer</b> Ikke krav om en kontantbuffer.</p> <p><b>Krav til investeringshorisont:</b> Gennemsnitlig renteløbetid på max 60 dage. Mindst 10 pct. af aktiver med løbetid op til en dag, mindst 30 pct. op til en uge.</p> <p><b>Investerbare aktiver:</b> Må kun investere i sikre og likvide værdipapirer, såsom visse obligationer, indskud i kreditinstitutter samt visse andre aktiver. Må fx ikke investere i aktier eller råvarer.</p> <p><b>Krav til diversificering:</b> Må gerne investere i andre pengemarkedsforeninger. Investeringer i den samme forening, og summen af investeringer i pengemarkedsforeninger generelt må ikke overstige hhv. 5 pct. og 30 pct. af foreningens aktiver.</p> <p>Max 5 pct. af foreningens aktiver må investeres i pengemarkeds-instrumenter fra samme udsteder og max 10 pct. af foreningens aktiver må investeres i indskud hos samme kreditinstitut. Op til 20 pct. af aktiverne må investeres i særligt dækkede obligationer af høj kvalitet, såsom danske realkreditobligationer.</p> <p>Hvis foreningen investerer mere end 5 pct. (og maks. 20 pct.) i særligt dækkede obligationer af høj kvalitet fra én udsteder, må summen af investeringerne på mellem 5 pct. og 20 pct. ikke overstige 60 pct. af pengemarkedsforeningens samlede aktiver.</p> <p><b>Værdiansættelse:</b> Aktiverne værdiansættes til den såkaldte 'amortiserede metode' – så længe værdiansættelsen ved denne metode alene afviger med mindre end 0,1 pct. fra markedsværdien. Hvis den afviger med mere sker værdiansættelse til markedsværdien.</p> <p><b>Indløsning:</b> Investorer kan indløse deres andele til værdien ved indbetaling.</p>	<p><u>Formandskabets kompromisforslag:</u></p> <p><b>Kontantbuffer</b> Ikke krav om en kontantbuffer.</p> <p><b>Krav til investeringshorisont:</b> Gennemsnitlig renteløbetid på max 60 dage. Gennemsnitlig restløbetid på max 120 dage. Mindst 10 pct. af aktiver med løbetid op til en dag, mindst 20 pct. op til en uge.</p> <p><b>Investerbare aktiver:</b> Må kun investere i sikre og likvide værdipapirer, såsom visse obligationer, indskud i kreditinstitutter samt visse andre aktiver. Må fx ikke investere i aktier eller råvarer.</p> <p><b>Krav til diversificering</b> Max 10 pct. af foreningens aktiver må investeres i pengemarkeds-instrumenter fra samme udsteder og max 10 pct. af foreningens aktiver må investeres i indskud hos samme kreditinstitut.</p> <p>Op til 20 pct. af aktiverne må investeres i særligt dækkede obligationer af høj kvalitet, såsom danske realkreditobligationer.</p> <p>Hvis foreningen investerer mere end 5 pct. (og maks. 20 pct.) i særligt dækkede obligationer af høj kvalitet fra én udsteder, må summen af investeringerne på mellem 5 pct. og 20 pct. ikke overstige 60 pct. af pengemarkedsforeningens samlede aktiver.</p> <p><b>Værdiansættelse:</b> Aktiverne værdiansættes til markedsværdien.</p> <p><b>Indløsning:</b> Investorer kan kun indløse deres andele til markedsværdien af porteføljen.</p>	
<b>Kort-løbetid forening</b>	<p><b>Investerbare aktiver:</b> Kompromisforslaget præciserer, at foreningerne kun må investere i instrumenter der er udstedt af eller garanteret af et EU-land, eller i kontanter. Dette er en indskrænkning sammenlignet med Kommissionens forslag.</p> <p><b>Krav til diversificering:</b> Max 30 pct. af aktiverne må investeres i samme udstedelse.</p> <p><b>Værdiansættelse:</b> Aktiverne værdiansættes ifølge kompromisforslaget ved den såkaldte 'amortiserede metode'.</p> <p><b>Indløsning:</b> Investorer kan indløse deres andele til værdien ved indbetaling.</p>	<p><b>Investerbare aktiver:</b> Må kun investere i sikre og likvide værdipapirer, såsom visse obligationer, indskud i kreditinstitutter samt visse andre aktiver. Må fx ikke investere i aktier eller råvarer.</p> <p><b>Krav til diversificering</b> Max 10 pct. af foreningens aktiver må investeres i pengemarkeds-instrumenter fra samme udsteder og max 10 pct. af foreningens aktiver må investeres i indskud hos samme kreditinstitut.</p> <p>Op til 20 pct. af aktiverne må investeres i særligt dækkede obligationer af høj kvalitet, såsom danske realkreditobligationer.</p> <p>Hvis foreningen investerer mere end 5 pct. (og maks. 20 pct.) i særligt dækkede obligationer af høj kvalitet fra én udsteder, må summen af investeringerne på mellem 5 pct. og 20 pct. ikke overstige 60 pct. af pengemarkedsforeningens samlede aktiver.</p> <p><b>Værdiansættelse:</b> Aktiverne værdiansættes til markedsværdien.</p> <p><b>Indløsning:</b> Investorer kan kun indløse deres andele til markedsværdien af porteføljen.</p>	
<b>Standard forening</b>	Ikke mulig	Ikke mulig	Der gælder stort set de samme regler som for en pengemarkedsforening med variabel NAV og kort løbetid, bortset fra at den gennemsnitlig renteløbetid max være 6 måneder og den gennemsnitlig restløbetid max må være 12 måneder.