

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**REGULACIJA SKLADOV DENARNEGA TRGA IN FINANČNA  
STABILNOST**

Ljubljana, november 2017

TINA MALEŠ

## IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Tina Maleš, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega magistrskega dela z naslovom Regulacija skladov denarnega trga in finančna stabilnost, pripravljene v sodelovanju s svetovalcem izr. prof. dr. Matejem Marinčem

### IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo priloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega magistrskega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je ti potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. izključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo priloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 20.11.2017

Podpis avtorice: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1 OPIS SKLADOV DENARNEGA TRGA</b> .....	<b>2</b>
1.1 Opredelitev .....	3
1.2 Naložbena politika in okolje .....	5
1.3 Namen in pozitivne lastnosti .....	5
1.4 Vir problema .....	6
1.4.1 Neomejen dostop do likvidnosti na dnevni ravni.....	7
1.4.2 (Ne)stabilnost instrumentov denarnega trga .....	8
1.4.3 Stabilnost vrednosti enote premoženja.....	8
1.4.4 Preboj dna.....	8
1.4.5 Bonitetno ocenjevanje .....	9
<b>2 VLOGA SKLADOV DENARNEGA TRGA IN FINANČNA GLOBINA</b> .....	<b>9</b>
2.1 Pomembni dogodki .....	10
2.2 Opredelitev ključnega problema .....	11
2.3 Trg in globina .....	12
2.3.1 Skladi denarnega trga v ZDA.....	13
2.3.2 Skladi denarnega trga v Evropski uniji .....	15
<b>3 SISTEMSKE POSLEDICE SKLADOV DENARNEGA TRGA</b> .....	<b>17</b>
3.1 Beg vlagateljev .....	17
3.1.1 Prednost prvega in stabilna vrednost sredstev.....	18
3.1.2 Podpora sponzorja .....	18
3.2 Tesna povezanost SDT z realnim gospodarstvom .....	19
<b>4 NEDAVNI UKREPI IN REFORME SKLADOV DENARNEGA TRGA</b> .....	<b>20</b>
4.1 Pregled reforme SDT v ZDA .....	21
4.1.1 Reforma 2010.....	22
4.1.2 Reforma 2014.....	25
4.1.3 Vpliv regulatornih sprememb na vlagatelje .....	28
4.2 Pregled reforme v Evropi .....	29
4.2.1 Smernice CESR o skupni opredelitvi evropskih skladov denarnega trga .....	29
4.2.2 Zelena knjiga bančništva v senci.....	30
4.2.3 Predlogi uredbe o skladih denarnega trga Evropske komisije, Evropskega parlamenta in Sveta Evropske unije .....	30
4.2.4 Primerjava stališč .....	38
4.2.5 Sprejeta Uredba o skladih denarnega trga.....	39
4.3 Vpliv Uredbe na panogo skladov denarnega trga v EU .....	43
<b>5 CILJI UREDBE O SKLADIH DENARNEGA TRGA</b> .....	<b>44</b>
5.1 Finančna stabilnost.....	44
5.1.1 Problem merljivosti .....	46
5.1.2 Težko predvidljiv razvoj finančne stabilnosti .....	46
5.1.3 Delni nadzor .....	46
5.1.4 Kompromis med prilagodljivostjo in učinkovitostjo .....	47
5.1.5 Časovno neskladje.....	47
5.2 Makrobonitetni nadzor .....	47
<b>6 OCENA PRIMERNOSTI UREDBE SKLADOV DENARNEGA TRGA IN PREGLED EMPIRIČNIH ŠTUDIJ</b> .....	<b>50</b>
6.1 Analiza postopne ukinitve skladov s konstantno vrednostjo sredstev .....	52
6.2 Analiza likvidnostnih provizij in omejitev odkupov .....	55
6.3 Analiza prepovedi podpore s strani sponzorja .....	57

6.4	Analiza povečanja likvidnosti sklada.....	59
6.5	Povzetek ocen učinkov ukrepov .....	60
6.6	Predlog ureditve skladov denarnega trga .....	62
6.6.1	Prednosti obvezne sponzorske podpore .....	63
6.6.2	Možni vplivi in odzivi.....	64
6.7	Prihodnost skladov denarnega trga .....	64
<b>SKLEP.....</b>		<b>66</b>
<b>LITERATURA IN VIRI.....</b>		<b>68</b>
<b>PRILOGE</b>		

## KAZALO TABEL

Tabela 1: Struktura investitorjev SDT v ZDA dne 21.9.2016 .....	14
Tabela 2: Ključne prilagoditve 2010 .....	24
Tabela 3: Nova kategorizacija SDT v ZDA .....	26
Tabela 4: Prikaz sredstev v upravljanju SDT med letoma 2007 in 2016.....	28
Tabela 5: Nova struktura SDT v EU .....	39
Tabela 6: Sestava portfelja SDT, skladna z uredbo 2017 .....	41
Tabela 7: Ključni ukrepi Uredbe EU v skladu z načeli makrobonitetne politike .....	51
Tabela 8: Ocena ustreznosti ukrepov .....	62

## KAZALO SLIK

Slika 1: Udeleženci trga SDT .....	4
Slika 2: Donosnost Vanguard Prime Money Market Fund (VMMXX).....	5
Slika 3: Prikaz problema .....	7
Slika 4: Struktura SDT v svetu ob koncu 4. četrletja 2016 v sredstvih v upravljanju v %	12
Slika 5: Razširjenost SDT .....	13
Slika 6: Neto sredstva SDT v milijonih \$ .....	15
Slika 7: Struktura sredstev SDT v upravljanju v % v Evropi konec 4. četrletja 2016.....	16
Slika 8: Sredstva KNVS in VNVS v Evropi .....	17
Slika 9: Delež kratkoročnih sredstev ameriških nefinančnih podjetij v SDT v % .....	20
Slika 10: Komponente finančnega sistema EU .....	49
Slika 11: Predstavitev ciljev in ukrepov evropske politike .....	50
Slika 12: Število SDT v ZDA in Evropi, ki so v obdobju med 1980 in 2009 prejeli sponzorsko podporo .....	58

## UVOD

V zadnjem desetletju smo bili priča hitri rasti nejasno definiranih finančnih institucij in kompleksnih finančnih produktov. Pomanjkljiv ureditveni okvir finančnih instrumentov in oslavljen nadzor ob hitro razvijajočih se inovativnih produktih sta privedla do številnih anomalij finančnega sistema, ki so omajale globalno finančno stabilnost. Eden od potencialnih krivcev za nestabilnost finančnega sistema so skladi denarnega trga, pomembni akterji kratkoročnega financiranja.

Skladi denarnega trga so oblika vzajemnih skladov, ki vlagajo v visoko likvidne kratkoročne finančne instrumente in zagotavljajo kratkoročno financiranje finančnih institucij, podjetij in vlad (U.S. Securities and Exchange Commission, b.l.-a). Pojavili so se leta 1970 v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA). Svojo rast in razvoj so doživeli kot bolj donosna alternativa bančnim depozitom s ponujanjem visoke diverzifikacije naložb, takojšnjega dostopa do likvidnosti in relativne stabilnosti vrednosti. Zaradi tesnih vezi z bančnim sektorjem in realnim gospodarstvom veljajo za sistemsko pomembne subjekte. Po podatkih združenja investicijskih skladov upravljajo s sredstvi v višini 4.772 milijard evrov in predstavljajo 12,46 % svetovnega trga vzajemnih skladov (Investment Company Institute, b.l.-a).

Skladi denarnega trga upravljajo s presežnimi likvidnimi sredstvi in vlagajo v instrumente denarnega trga z nizkim tveganjem, zato so vlagateljem pogosto predstavljeni kot varen naložbeni produkt. Izredne razmere na trgih v letu 2008 so sklade denarnega trga izpostavile pretresom in poudarile več značilnosti, preko katerih so se tveganja v finančnem sistemu razširila. Zlom finančnega sistema in posledični prevlad panike na kapitalskih trgih ter potreba po večji finančni stabilnosti so razkrili pomanjkljivosti trenutne regulacije skladov denarnega trga, ki so predstavljale povod regulatorjev v celovito prenovu zakonodaje.

Namen magistrske naloge je proučitev vloge skladov denarnega trga v finančnem sistemu in pregled prenove evropskega in ameriškega pravnega okvira, ki urejata sklade denarnega trga.

Cilj magistrske naloge je opredelitev značilnosti denarnih skladov, ki v finančni sistem vnašajo tveganja in presoja učinkovitosti sprejete Uredbe o skladih denarnega trga v Evropski uniji (v nadaljevanju EU). Magistrska naloga vsebuje predstavitev alternativne možnosti reguliranja in pričakovani razvoj denarnega trga.

Temeljna raziskovalna vprašanja se nanašajo na pomen in značilnosti skladov denarnega trga, ki so omajale stabilnost v finančni krizi ter ustreznost sprejetih ukrepov v Evropi, s katerimi namerava Evropska unija povečati stabilnost finančnega sistema.

Magistrska naloga vsebuje deskriptivne, primerjalne ter empirične raziskovalne metode. Z metodami deskriptivnega raziskovanja preučim nastanek, vlogo in delovanje skladov

denarnega trga na ameriškem in evropskem trgu. Predstavim potek in razvoj sprejetja zakonodajnih sprememb ter povzamem ključne ukrepe Združenih držav Amerike in Evropske unije. Z metodo komparacije primerjam ameriški in evropski denarni trg ter njuno sprejetje nove zakonodaje skladov denarnega trga. Analizo zbrane literature izvajam na deduktiven način, kar pomeni, da skušam na podlagi logičnega sklepanja priti do lastnih ugotovitev. Z empiričnimi metodami raziskovanja na podlagi ekonomskih študij in člankov podam analizo sprejetih ukrepov v Evropski uniji ter predlagam alternativni način zagotavljanja večje finančne stabilnosti.

Magistrsko delo je razdeljeno na šest poglavij. V prvem poglavju predstavim delovanje skladov denarnega trga in na kratko opišem njihov pomen in značilnosti, ki so jih dogodki med finančno krizo posebej poudarili. Za lažje razumevanje zunanjih dejavnikov, ki neposredno vplivajo na delovanje skladov denarnega trga in so pomembni pri razvijanju regulatornih ukrepov, prikažem trenutno naložbeno okolje. Drugo poglavje se nasloni na nastanek, razvoj in vlogo skladov denarnega trga, kot tudi na ključne zgodovinske dogodke, ki so razsvetlili potrebo po spremembah. Predstavljena je poglobljena analiza industrije denarnih skladov v Združenih državah Amerike in Evropski uniji. Tretje poglavje izpostavlja najpomembnejše lastnosti skladov denarnega trga, ki predstavljajo sistemske nestabilnosti finančnega trga. Četrto poglavje je namenjeno teoretičnim izhodiščem za nadaljnjo analizo ustreznosti sprejetih pravil. Povzamem pomembne spremembe reform skladov denarnega trga v Združenih državah Amerike in Evropski uniji. Peto poglavje opredeljuje cilje uvedene Uredbe v Evropski uniji in finančno stabilnost, njene značilnosti in praktične posledice, ki prispevajo v zaključnem delu analiziranja sprejetih reform. Šesto poglavje je sklepni del naloge, v katerem na podlagi strokovnih člankov in študij ocenim učinkovitost sprejetih reform v Evropski uniji, predstavim bistvene ugotovitve magistrskega dela in predlagam alternativno možnost ureditve skladov denarnega trga. Magistrsko nalogo zaključim z razpravo o prihodnosti skladov denarnega trga.

## **1 OPIS SKLADOV DENARNEGA TRGA**

Po začetku svetovne finančne in gospodarske krize v letu 2008 so se analitiki in regulatorji osredotočili na razvoj kazalnikov za zgodnje opozarjanje v zvezi s kopičenjem tveganj v finančnem sistemu in morebitnih prelivanj na druge makroekonomske sektorje. Osrednji vidik prizadevanj je bila prenova zakonodaje, ki je urejala kapitalske trge in finančne instrumente, ki naj bi zagotovila, da bodo finančni trgi postali odpornejši in stabilnejši, ter pri tem ne bodo ogrožali realnega gospodarstva. Predmet prvih reform so bili skladi denarnega trga, vrsta vzajemnih skladov, ki upravlja s kratkoročnimi dolžniškimi instrumenti (U.S. Securities and Exchange Commission, b.l.-a).

Skladi denarnega trga so pomemben vir financiranja bank in podjetij, ki ponujajo visoko raven likvidnosti, diverzifikacije in tržnih donosov. Zaradi svojih tesnih vezi z bančnim sektorjem in drugimi finančnimi dejavnostmi veljajo za sistemske pomembne subjekte (U.S.

Securities and Exchange Commission, b.l.-a). Dogodki med finančno krizo so poudarili več značilnosti skladov denarnega trga, ki v izjemnih tržnih razmerah zaradi svoje razsežnosti vplivajo na ranljivosti širšega kapitalskega trga. Glede na vlogo, ki jo imajo pri zagotavljanju kratkoročnega financiranja realnega gospodarstva, imajo težave, s katerimi se skladi denarnega trga soočajo v neugodnih tržnih razmerah, znaten učinek na stabilnost finančnega sistema (Evropska komisija, 2013a). V Združenih državah Amerike je Komisija za vrednostne papirje in borzo (angl. *Securities Exchange Commission*, v nadaljevanju SEC) po propadu enega največjih skladov denarnega trga, imenovanega Primary Reserve Fund, posredovala s stabilizacijskimi programi za vzpostavitev vzdržljivega kapitalskega trga in v letih 2010 in 2014 prenovila razdelek Zakona o investicijskih družbah 1940 (angl. *Investment company Act of 1940*), ki pravno formalno ureja delovanje skladov denarnega trga. V Evropi je postopek preoblikovanja pravnega okvira trajal nekoliko dlje. Evropski parlament je novembra 2012 sprejel Resolucijo o bančništvu v senci, s katero je sprožil redni postopek prenove zakonodaje. Uredbo o skladih denarnega trga sta Svet EU in Evropski parlament sprejela maja 2017, katere cilj je vzpostaviti pravila na ravni EU, s katerimi bodo skladi postali bolj odporni in bodo bolj vzdržali tržne pretrese (Evropska komisija, 2013c).

Magistrska naloga na podlagi preučitve pomena in trga skladov denarnega trga ter zakonodajnih sprememb in določil ameriške Komisije za vrednostne papirje in borzo, izpostavlja vprašanje učinkovitosti izbranih ukrepov v Evropski uniji.

## 1.1 Opredelitev

Sklad denarnega trga (v nadaljevanju SDT, denarni sklad) je vzajemni sklad, ki s premoženjem svojih vlagateljev vlaga v kratkoročne dolžniške instrumente denarnega trga, ki jih izdajajo države, banke, podjetja in druge institucije (Evropski parlament, 2016). Z instrumenti denarnega trga se pogosto trguje na sekundarnem trgu vrednostnih papirjev (borzi), so kratkoročne narave, precej likvidni ter navadno manj tvegani od ostalih oblik finančnih instrumentov, saj je tovrstne instrumente mogoče prodati pred njihovim dospeljem za ceno, ki je blizu nakupni. Med instrumente denarnega trga štejemo (Agencija za trg vrednostnih papirjev, b.l.):

- zakladne menice;
- potrdila o denarnem depozitu;
- komercialne zapise;
- blagajniške zapise;
- bančne akcepte idr.

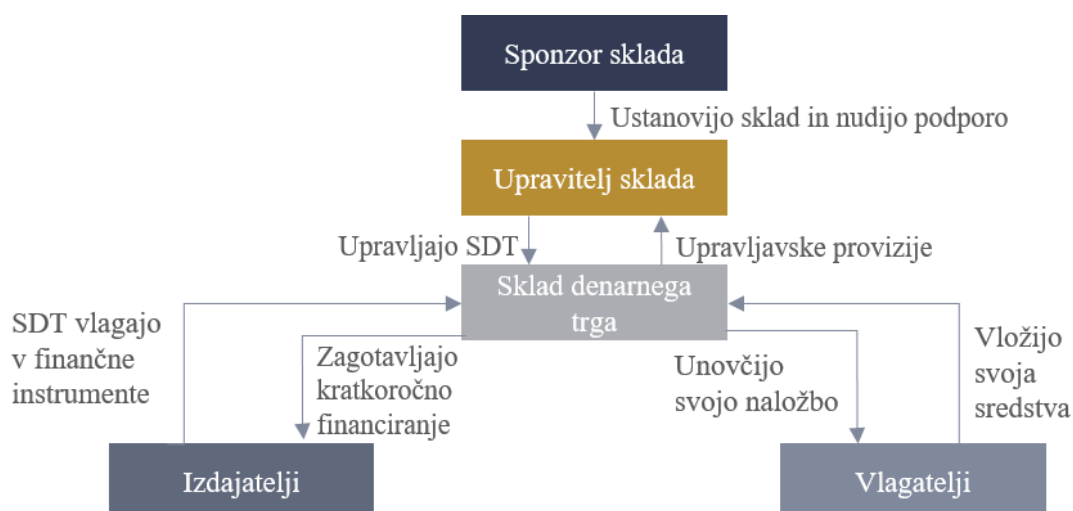
Nastanek skladov denarnega trga sega v leto 1970. Ob koncu četrtega kvartala 2016 so na svetovni ravni upravljali več kot 4.772 milijard evrov sredstev (Investment Company Institute, 2017a). Lahko rečemo, da so bližnji substitut depozitnim računom, za katere je značilno nizko tveganje, visoka likvidnost in nižja stopnja donosa. Za razliko od ostalih

vzajemnih skladov, pri katerih ima vsaka enota svojo vrednost in se lahko čez čas spreminja, lahko skladi denarnega trga prikazujejo konstantno čisto vrednost sredstev. Trg skladov denarnega trga sestavljajo naslednji ključni akterji:

- **Sponzor** je ustanovitelj sklada, ki oblikuje in vzpostavi denarni sklad ter imenuje upravitelja. Sponzor SDT se lahko v primeru tržnih pretresov odloči zagotoviti podporo skladu, da bi nadomestil zmanjšano neto vrednost sredstev (v nadaljevanju NVS) svojega sklada, pomagal vzdrževati njegovo likvidnost in stabilnost ter se ubranil pred tveganjem izgube poslovnega ugleda, če bi prišlo do pomembnega zmanjšanja vrednosti sredstev sklada (Evropska komisija, 2013e).
- **Upravitelj** je družba za upravljanje (v nadaljevanju DZU), ki upravlja sklade denarnega trga z združevanjem premoženja večjega števila vlagateljev. Družbe za upravljanje so po navadi bodisi velike banke bodisi specializirani upravljavci premoženja (Evropski parlament, 2015a).
- **Vlagatelji** so podjetja ali posamezniki, ki vlagajo v SDT. Vlagatelji so lahko profesionalni ali neprofesionalni, za katere velja, da nimajo dovolj strokovnega znanja in izkušenj, da bi lahko samostojno izbrali ustrezno naložbo in pravilno ocenili tveganje (Evropski parlament, 2015a).
- **Izdajatelji** so podjetja ali organi javnega sektorja, ki izdajajo finančne instrumente, v katere SDT vlagajo. Izdajatelji so lahko finančna in nefinančna podjetja, tudi organi javnega sektorja, ki izdajajo vrsto instrumentov, vključno s komercialnimi zapisi, dolžniškimi vrednostnimi papirji in repo posli (Evropski parlament, 2015a).

Udeleženci na trgu in pretok sredstev med udeleženci so povzeti na Sliki 1.

*Slika 1: Udeleženci trga SDT*



*Vir: Prirejeno po Evropski parlament, Money Market Funds – Impact Assessment of Substantive EP Amendments, 2015, str. 14.*

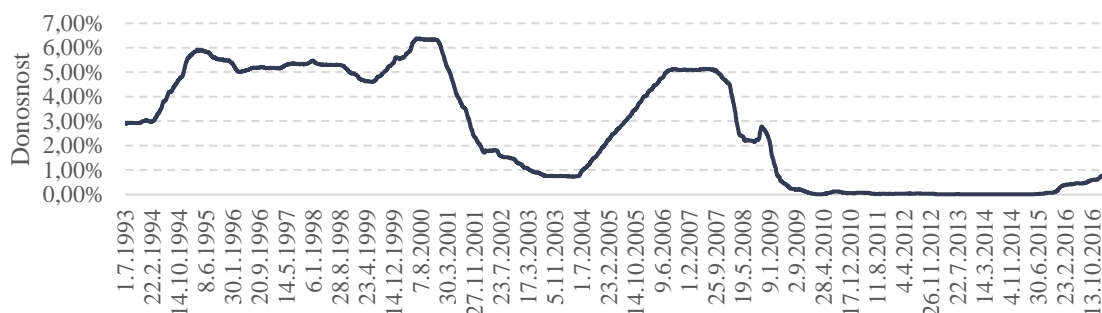


## 1.2 Naložbena politika in okolje

Denarni skladi predstavljajo donosnejšo alternativo bančnim depozitom (Brooks, 2014). Njihov naložbeni cilj je enakomerna in zmerna dolgoročna rast naložbe ob nizkem tveganju ter visoki likvidnosti naložb (Agencija za trg vrednostnih papirjev, b.l.). Zaradi omejenosti naložbene politike je donosnost SDT v veliki meri odvisna od ključnih obrestnih mer centralnih bank. Trenutno makroekonomsko okolje nizke rasti, nizke inflacije in nizkih obrestnih mer predstavlja za industrijo skladov denarnega trga resen izziv (Di Maggio & Kacperczyk, 2016).

Za prikaz referenčne donosnosti skladov denarnega trga je upoštevana donosnost največjega denarnega sklada, tj. Vanguard Prime Money Market Fund (Nasdaq: VMMXX) s sredstvi v upravljanju nad 120 milijard dolarjev. V proučevanem obdobju od 1993 do 2017 so najvišje donosnosti skladi denarnega trga dosegali v letih 1998–2001 (Slika 2), leta 2000 je bila zabeležena najvišja donosnost 6,38 %. Po jeseni 2008, ki jo je zaznamoval stečaj banke Lehman Brothers, so pretresi na finančnih trgih zbili donosnost na nično raven. Med letoma 2009 in 2016 je bila povprečna donosnost zgolj 0,15 % (Vanguard, b.l.-b).

Slika 2: Donosnost Vanguard Prime Money Market Fund (VMMXX)



Vir: Vanguard, Price History Search, b.l.-b.

Politika nizkih obrestnih mer centralnih bank je imela pomemben učinek na poslovanje skladov denarnega trga in panogo upravljanja premoženja na splošno. Donosi na tradicionalne instrumente denarnega trga, kot so državne zakladnice, repo transakcije in depoziti so padli na primerljivo raven obrestnih mer in tako SDT prisilili v iskanje drugačnega, bolj tveganega poslovnega modela, ki se je oddaljil od osnovnega namena skladov denarnega trga (Di Maggio & Kacperczyk, 2016).

## 1.3 Namen in pozitivne lastnosti

Osnovna ideja skladov denarnega trga je bila združiti pozitivne lastnosti varčevanja v bančnih vlogah in izkoristiti priložnosti donosov na kapitalških trgih. Skladi denarnega trga so priljubljeni naložbeni produkti med malimi vlagatelji, pogosto razumljeni kot alternativa

bančnim depozitom. Večja izbira visoko likvidnih in kakovostnih produktov oz. dodatna izbira bančnim depozitom zmanjšuje tveganje moralnega hazarda, tendenco oblikovanja sistema prevelikih finančnih institucij in velikost potencialne obveznosti državnega reševanja bančnega sistema (Hannam, 2013).

Skladi denarnega trga izvajajo kreditne analize izdajateljev vrednostnih papirjev, v katere vlagajo (predvsem bančne) in tako pomagajo izboljšati količino in kakovost spremljanja prevzemanja tveganj v finančnem sistemu. Upravitelji skladov so dolžni opravljati storitve kreditnega upravljanja. Funkcija signalizacije je pomembna in koristna za širši trg, vključno za regulatorje. V primeru, da skladi denarnega trga kažejo odpor do določenega vrednostnega papirja s tem, da zavračajo financiranje ali zahtevajo višje obrestne mere, signalizirajo težave izdajatelja tega vrednostnega papirja, o katerih so obveščeni tudi regulatorji, ki jih sami verjetno ne bi odkrili (Hannam, 2013).

Približno dve tretjini sredstev SDT je v lasti institucionalnih vlagateljev. V zadnjih letih je prišlo do znatne rasti sredstev institucionalnih vlagateljev v visoko bonitetne in visoko likvidne instrumente. Glavna skrb vlagateljev je namreč doseči varnost in likvidnost svojih sredstev in v mnogih primerih uporabljajo sklade denarnega trga kot alternativo za neposredne naložbe v dolžniške papirje bank. Z uporabo združenih naložbenih nosilcev, ki imajo koristi od prilagojene kreditne raziskave, ki jo izvajajo upravljavci SDT, lahko vlagatelji omilijo del tveganja, ki izhaja iz pomanjkanja zavarovanja vlog za institucionalne vlagatelje. SDT tako zagotavljajo standardizirane, pregledne in jasno urejene naložbene nosilce, s katerimi se lahko upravljajo velika, likvidna in nezavarovana stanja. Zagotavljajo naložbenega nosilca za institucionalne vlagatelje z večjimi sredstvi in nižjo naklonjenostjo tveganju, kar omogoča večjo preglednost in regulativni nadzor nad tem, kako so sredstva investirana (Hannam, 2013).

Skladi denarnega trga so pomembni akterji na trgu kratkoročnega financiranja. Finančna kriza je razkrila, kako ranljivi lahko v izjemnih tržnih razmerah postanejo in kako utegnejo imeti težave, s katerimi se soočajo, znaten vpliv na stabilnost finančnega sistema (U.S. Securities and Exchange Commission, b.l.-a). V naslednjem poglavju opredeljujem izvor njihove ranljivosti.

## **1.4 Vir problema**

Vlagatelji sklade denarnega trga uporabljajo z namenom ohranjanja vrednosti svojega denarja z ustvarjanjem stabilnih donosov v krajšem časovnem obdobju. Predstavljajo priročno orodje za vlagatelje, saj ponujajo funkcije, podobne bančnim depozitom (Evropska komisija, 2013b):

- takojšen dostop do likvidnosti in
- stabilnost investiranih sredstev.

Problem nastane, ko vlagatelji zaznajo povečano stopnjo tveganja skladov denarnega trga, ki lahko privede do množičnega unovčevanja investicijskih kuponov. Pojav imenujemo beg vlagateljev (angl. *run*), za katerega so značilne nenadne zahteve za odkup s strani večje skupine vlagateljev. Množični dvigi vsebujejo sistemsko pomembnost, saj silijo sklade denarnih trgov v hitro odprodajo svojega premoženja. Spirala odkupov pospešuje padec čiste vrednosti sredstev (v nadaljevanju ČVS) sklada, s čimer zaostreje nižanje vrednosti sredstev in prevladovanje strahu, da je trg denarnih skladov kot celota nestabilen. Slika 3 prikazuje poglobljeno sliko problema skozi definicijo izvora problema, opredelitve problema in posledic problema (Evropska komisija, 2013b).

Slika 3: Prikaz problema



Vir: Evropska komisija, *Commission Staff Working Document – Impact Assessment, 2013, str. 8.*

Glavni viri problemov skladov denarnega trga, povzeti po oceni vpliva Evropske komisije (2013b), so predstavljeni v nadaljevanju.

#### 1.4.1 Neomejen dostop do likvidnosti na dnevni ravni

Skladi denarnega trga držijo naložbe v vrednostne papirje z zapadlostjo do enega leta, vendar izdajajo enote ali deleže, ki so na zahtevo unovčljive vsak dan. Pomeni, da skladi denarnega trga, podobno kot banke, opravljajo transformacijo dospelosti. Zaradi odsotnosti ustreznih tehnik in pomanjkanja likvidnostnega varovala v obliki dodatnega kapitala, imajo SDT nizko stopnjo zmogljivosti za zadostitev množičnih odkupov. Zaradi likvidnostne neusklajenosti med sredstvi sklada in zavezo po dnevem izplačilu investicijskih kuponov se pojavi tveganje, da sklad ne bo sposoben izpolnjevati vseh odkupnih zahtev, kar poveča tendenco množičnih odkupov in s tem tržno nestabilnost (Evropska komisija, 2013b).

## 1.4.2 (Ne)stabilnost instrumentov denarnega trga

Instrumenti denarnega trga, izdani s strani bank, vlad in podjetij, so praviloma kratkoročne dospelosti in dobre kakovosti, vendar lahko neugodna tržna gibanja kakovost denarnih instrumentov ogrozijo. Leta 2007 je mnogo vrednostnih papirjev v EU naletelo na težave zaradi krize tveganih hipotekarnih posojil v ZDA. Sredstva so bila vlagateljem prodana kot ekvivalenti SDT, četudi večina od njih ni bila v skladu s tedaj prevladujočimi nacionalnimi predpisi (pomanjkanje predpisov EU v letu 2007 za SDT). Problem izhaja iz dejstva, da so bili ti t. i. "dinamični" oz. "izboljšani" SDT investirani v ameriške listinjene vrednostne papirje (angl. *asset-backed securities*), predvsem v s premoženjem zavarovane komercialne zapise (angl. *asset-backed commercial paper*, v nadaljevanju ABCP), ki so se kasneje v krizi izkazali kot nelikvidni. Kriza na trgu komercialnih zapisov, zavarovanih s premoženjem, leta 2007 in nato na trgu SDT je bila povezana z nenadnim poslabšanjem likvidnosti zaradi nepravilnega vrednotenja vrednostnih papirjev (Evropska komisija, 2013b).

## 1.4.3 Stabilnost vrednosti enote premoženja

Dejstvo, da SDT nudijo cenovno stabilnost, pogosto spremljano z oceno AAA s strani kreditnih bonitetnih agencij (angl. *credit rating agency*), daje vtis, da vlagatelji vlagajo v varovan, bančnemu depozitu podoben produkt. Dve tesno povezani ključni sestavini, zaradi katerih SDT izstopajo od ostalih vzajemnih skladov, sta konstantna vrednost sredstev in uporaba metode odplačne vrednosti. SDT so za razliko od drugih instrumentov investicijskih skladov strukturirani kot naložba, ki se lahko odkupi po stabilni enoti oz. konstantni neto vrednosti. Metodo, ki z linearizacijo vrednosti naložbenih sredstev v življenjskem ciklu omogoča prikazovanje stabilne vrednosti sredstev, imenujemo metoda odplačne vrednosti (angl. *amortized cost method*). Analiza vloge, ki jo igra metoda odplačne vrednosti, postavlja pod vprašaj, ali obljuba stabilne vrednosti enote premoženja ustvarja razmere, ki lahko sprožijo znatne in nenadne zahteve za odkup ter tako vpliva na širšo makroekonomsko nestabilnost (Evropska komisija, 2013b).

## 1.4.4 Preboj dna

Naložbeni cilj sklada denarnega trga s stalno vrednostjo enote premoženja je ohranjati nespremenjeno vrednost enote premoženja (v nadaljevanju VEP). Ko se tržna vrednost enote premoženja sklada zniža za 0,5 % na 0,995 evrov, je sklad svojo vrednost enote premoženja iz 1 evro na enoto premoženja primoran znižati na tržno vrednost. Tak pojav imenujemo preboj dna (angl. *breaking the buck*). Po smernicah regulatorjev finančnega sistema se mora SDT izogibati situacijam, kjer je razlika med tržno vrednostjo in vrednostjo, ki izhaja iz odplačne vrednosti, materialna, sicer SDT ne more več izdajati ter odkupovati enot po stabilni ceni. V primeru sklada, ki odkupi vse delnice po 1 evro, je dovoljena raven materialnega neskladja običajno določena na 0,5 % oz. 0,005 evra. Pomeni, da se vrednost enote premoženja ohranja pri 1 evru, dokler vrednost enot sklada ostaja med 0,9950 in

1,0050. Ob pojavu bistvenega razhajanja med tržno vrednostjo in zaokroženo vrednostjo enote premoženja je sklad dolžan VEP znižati. Čeprav sklad še ni prebil dna, je zmanjšanje vrednosti trajno in je lahko izravnano le interno, v primeru, da sklad realizira kapitalski dobiček. Pojav preboja dna skladov denarnega trga je zelo redek, saj v primeru tveganja padca vrednosti enote premoženja na pomoč običajno pristopijo sponzorji sklada v obliki likvidnostnih posojil ali odkupa enot sklada po nominalni vrednosti. Sponzorji morajo svoje SDT pogosto podpreti, ker se bojijo tveganj izgube poslovnega ugleda ob znižanju vrednosti sredstev (Evropska komisija, 2013b).

#### **1.4.5 Bonitetno ocenjevanje**

Bonitetne ocene igrajo ključno vlogo pri SDT, saj sta lahko tako sklad kot premoženje sklada podvržena ocenjevanju s strani bonitetnih agencij. Nekateri skladi zaradi skladnosti s kodeksom oz. poslovno prakso zahtevajo najvišjo bonitetno oceno. Najvišje bonitetne ocene tako ustvarjajo napačna pričakovanja vlagateljev, da vlagajo v varen produkt, ki ob znižanju bonitetne ocene povečuje tveganje bega investitorjev, in sprožajo t. i. učinek naglega upada (angl. *cliff effect*). Učinek naglega upada je nesorazmerno pozitiven ali negativen rezultat ukrepa, v dotičnem primeru negativen, ki se pojavi, ko bonitetne agencije določenemu vrednostnemu papirju znižajo bonitetno oceno (Cliff Effect, b.l.). Ker morajo skladi denarnega trga vlagati v varne produkte, morajo takšen vrednostni papir čim prej odprodati. Povečan obseg ponudbe slabše ocenjenega vrednostnega papirja niža njegovo tržno vrednost in poveča nestabilnost finančnega trga ter grožnjo solventnosti institucij, ki takšne vrednostne papirje še držijo v svojem portfelju. Dodatni tveganji, ki ju povzročajo bonitetne agencije, sta pomanjkanje preglednosti nad postopki podeljevanja ocen in uporaba različnih metodologij za določanje bonitet med agencijami (Evropska komisija, 2013b).

## **2 VLOGA SKLADOV DENARNEGA TRGA IN FINANČNA GLOBINA**

V zadnjem desetletju smo bili priča hitri rasti nejasno definiranih institucij in kompleksnih finančnih produktov, ki so predstavljali manj regulirano finančno dejavnost. Slab ureditveni okvir in oslabljen nadzor ob hitro razvijajočih se inovativnih produktih sta privedla do številnih anomalij finančnega sistema, ki so omajale globalno finančno stabilnost. Vlogo skladov denarnega trga razvijam iz razumevanja razsežnosti manj tradicionalne dejavnosti finančnega posredništva, ki jo je Odbor za finančno stabilnost (2015) (angl. *Financial Stability Board*, v nadaljevanju FSB) opredelil kot ključni vir systemskega tveganja za nastanek finančne krize. Skladi denarnega trga so del večjega sistema, imenovanega vzporedni bančni sistem (angl. *shadow banking*). Vzporedni bančni sistem (v nadaljevanju tudi bančništvo v senci, senčno bančništvo) je sistem kreditnega posredništva, ki vključuje subjekte in dejavnosti zunaj konvencionalnega bančnega sistema (European Systemic Risk Board, 2016a). Velikost in razsežnost 50.000 milijard evrov velikega vzporednega bančnega sistema prikazuje, kako pomembna je vzpostavitev finančne stabilnosti, predvsem zaradi velikosti sistema, tesnih povezav z reguliranim finančnim sektorjem in sistemskim

tveganjem, ki ga predstavlja. Da bi se izognili situacijam, v katerih bi finančne dejavnosti in subjekti zaobšli obstoječe in predvidene predpise ter tako povzročili kopičenje novih virov tveganja v finančnem sektorju, so se Združene države Amerike in Evropska unija odločili prenoviti zakonodajo, ki je urejala kapitalske trge in finančne instrumente (U.S. Securities and Exchange Commission, b.l.-a). Dogodki finančne krize razkrivajo, kako so skladi denarnega trga pripomogli k omajanosti stabilnosti kapitalskih trgov.

## 2.1 Pomembni dogodki

Začetek skladov denarnega trga sega v leto 1971, ko sta Bruce R. Bent in Henry B. R. Brown v Združenih državah Amerike ustanovila prvi denarni sklad z imenom The Reserve Fund. V času visokih obrestnih mer, ki so takrat obstajale, so donosi skladov denarnega trga krepko presegali obrestne mere na bančne depozite in tako spodbudili vplačila v sklade denarnega trga. Obdobje zmerne rasti z nizko stopnjo inflacije in stabilno gospodarsko rastjo, ki je trajalo od sredine 1980 do 2007, je spodbujalo rast sredstev SDT, ne samo zaradi svojih konkurenčnih stopenj donosa, temveč tudi zato, ker je imelo vlaganje na borzo, posebej v vzajemne sklade, precejšnjo rast (Macey, b.l.).

Stečaj Lehman Brothersa 15. septembra 2008 je največji stečaj v ameriški zgodovini, ki je povzročil začetek globalne finančne krize in resno zamajal finančne trge. Na finančne instrumente je imel Lehmanov 70 milijard dolarjev velik dolg izjemen vpliv. Sklad denarnega trga, ki ga je Lehmanov zlom močno prizadel, je bil Primary Reserve Fund, ki je dno prebil dan po stečaju Lehman Brothersa, 16. septembra 2008. Primary Reserve Fund je bil najstarejši in eden največjih ameriških skladov denarnega trga. Na dan Lehmanovega stečaja je upravljal 62 milijard dolarjev sredstev. Četudi so dolžniški vrednostni papirji izdajatelja Lehman Brothers predstavljali majhen (1,2 %) delež sredstev sklada, je vlagatelj skrbelo kakovost celotnega naložbenega portfelja. Padec vrednosti sredstev je sklad prisilil v znižanje vrednosti enote premoženja, čemur je sledil množičen beg vlagateljev, ki je sklad pahnil v brezizhoden položaj. V skrbi za varnost svojega premoženja so vlagatelji odgovorili z množičnimi izplačili, v 24 urah so se sredstva sklada zmanjšala za skoraj dve tretjini. Vlagatelji, ki so naslednji dan po Lehmanovem stečaju pred 15.00 zahtevali odkup, so dobili izplačilo v celoti 1 dolar na enoto premoženja. Vsi ostali vlagatelji so izgubili približno 1 cent na delnico s 7- dnevno zamudo izplačila. Sklad je bil po zamudi prisiljen prekiniti poslovanje in začeti likvidacijski postopek. Še dva druga sklada sta prebila dno zaradi prevelike izpostavljenosti do Lehmanovih sredstev, to sta bila American International Group in sklad v Koloradu (Brooks, 2014).

Težave ameriškega sklada Reserve Primary Fund, ki ni bil deležen niti podpore sponzorja niti pomoči vlade, so ustvarile negotovosti na finančnih trgih in dodatno pospešile beg vlagateljev iz denarnih skladov. Kapitalski trgi so tako rekoč zamrzili, investitorji so v iskanju varnosti svoje naložbe premaknili v državne vrednostne papirje, kar je pomenilo visoko stopnjo odlivov iz skladov denarnega trga, natančneje okoli 300 milijard dolarjev

sredstev je steklo iz skladov denarnega trga v zakladne finančne instrumente. Zaskrbljenost zaradi visoke zadolženosti bančnih in finančnih institucij je povzročila visoke stroške zavarovanja dolgov, kar je vplivalo na odlive sredstev iz skladov. Posredovale so ameriške oblasti s programom za pomoč vzajemnim skladom denarnega trga (angl. *Asset backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquid Facility*, v nadaljevanju AMLF) in programom finančne pomoči oslabiljenim sredstvom (angl. *Troubled Asset Relief Program*, v nadaljevanju TARP) (Brooks, 2014).

## 2.2 Opredelitev ključnega problema

Dogodki, ki so ogrozili stabilnost skladov denarnega trga razkrivajo sistemske posledice skladov denarnega trga. Pri odpravljanju posledic svetovne finančne krize se je sistemsko tveganje izkazalo za eno najbolj zahtevnih vidikov finančne uredbe in politike. Sistemsko tveganje predstavlja potencialno nevarnost za finančno stabilnost tako bančnega kot celotnega finančnega sistema. V grobem gre za verjetnost nenadne, običajno nepričakovane izgube zaupanja v precejšen del finančnega sistema z velikimi potencialnimi gospodarskimi posledicami (Leber, 2005). Pojem sistemskega tveganja predstavljajo trije elementi (Scott, 2011):

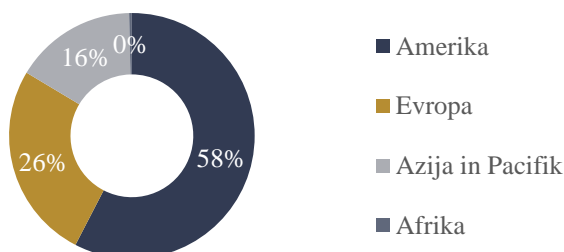
- Medsebojna povezanost (angl. *connectedness*) se nanaša na pojav, pri katerem zaradi velike stopnje izpostavljenosti težave enega podjetja povzročijo težave drugega podjetja.
- Širitev negativnih vplivov (angl. *contagion*) predstavlja proces, pri katerem stečaj ene institucije bodisi povzroči umik sredstev vlagateljev, ki spominja na klasičen beg investitorjev, bodisi sproži paniko, ki vodi v zamrznitev finančnega trga.
- Korelacija (angl. *correlation*) predstavlja neuspeh več institucij zaradi korelacije cen sredstev/premoženja, ki ga povzroči eksogeni katalizator.

Posledico dogodkov, ki so se zgodili po Lehmanovem stečaju, lahko opredelimo kot padec zaupanja, ki jo sestavlja element širitve negativnih vplivov. Kljub temu, da je več skladov denarnega trga držalo vrednostne papirje izdajatelja Lehman Brothers, so le trije skladi prebili dno in še njihova izpostavljenost je bila razmeroma majhna. Za panogo skladov denarnega trga zato ne moremo reči, da jo je prizadel učinek medsebojne povezanosti, temveč učinki širitve negativnih vplivov, ki so se zgodili po Lehmanovem propadu. Zaradi skrajne redkosti dogodka je zlom sklada Reserve Primary Fund spodbudil paniko na trgu skladov denarnega trga, ki je vodila v množične in nenadne zahteve za odkup. Padec zaupanja predstavlja osrednji problem skladov denarnega trga in pomembno ugotovitev za razvijanje ustrezne zakonske ureditve (Scott, 2011). Vlogo skladov denarnega trga nadalje razvijam iz globine trga.

## 2.3 Trg in globina

V svetovnem merilu so skladi denarnega trga ob koncu Q4 2016 upravljali s sredstvi v višini 4,77 bilijonov evrov, celotna industrija vzajemnih skladov je upravljala z 38,29 bilijoni evrov. Največ sredstev je bilo vloženih v delniške (42,40 %) in obvezniške vzajemne sklade (22,15 %), skladi denarnega trga so predstavljali 12,46 % delež celotnih sredstev vzajemnih skladov. Če primerjamo številčnost skladov, je konec leta 2016 delovalo 2.706 skladov denarnega trga, kar predstavlja le 2,23 % vseh vzajemnih skladov po vsem svetu in kaže na dejstvo, da skladi denarnega trga težijo k upravljanju velikih naložb. Dobra polovica vseh sredstev SDT je upravljanih v ZDA, Evropa je drugo največje območje s 26,53 % svetovnega deleža (Slika 4) (Investment Company Institute, 2017a).

Slika 4: Struktura SDT v svetu ob koncu 4. četrtnetja 2016 v sredstvih v upravljanju v %



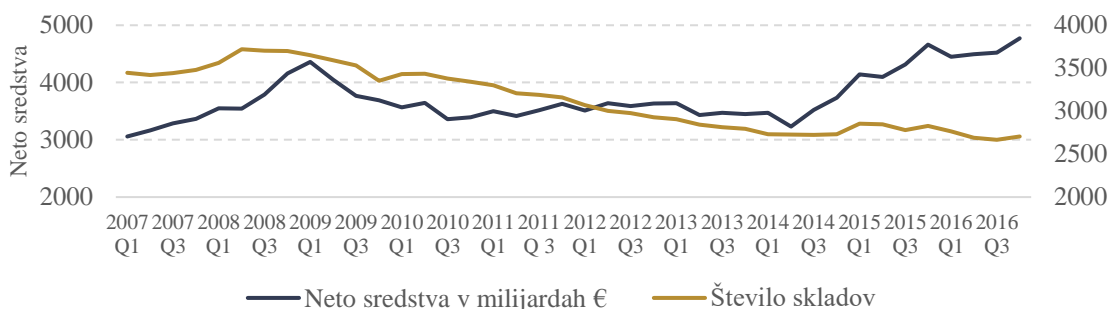
Vir: Investment Company Institute, Research and Statistics, b.l.-a.

Po številčnosti skladov prednjači Evropa s 1.129 skladi (49 %), sledijo Združene države Amerike z 971 (24 %), Azija in Pacifik s 621 (26 %) in Afrika s 45 (1 %). Če primerjamo industrijo SDT v Evropi in ZDA, opazimo, da so skladi denarnega trga v ZDA v povprečju večji za 152 % od skladov v EU. Povprečen ameriški sklad upravlja s 4,5 milijardami evrov sredstev, medtem ko povprečen evropski sklad upravlja z 2,9 milijardami evrov sredstev. Zanimiv je tudi podatek, da so skladi denarnega trga med investicijskimi skladi glede na obseg sredstev najbolj priljubljeni v Aziji in Pacifiku (16,98 %), sledijo Združene države Amerike (14,69 %), Afrika (13,93 %) in Evropa (9,52 %).

Slika 5 prikazuje razširjenost skladov denarnega trga. V četrtem četrtnetju leta 2016 so na svetovni ravni upravljali 4.772 milijard evrov sredstev v vsega le 2.706 skladih denarnega trga. Če primerjamo prvo četrtnetje 2016 s prvim četrtnetjem 2007, opazimo relativno povečanje za 45,42 % v sredstvih in relativno zmanjšanje za 19,71 % v številu skladov denarnega trga. Opazen je trend povečanja sredstev denarnega trga in zmanjšanja skladov denarnega trga (Investment Company Institute, 2017a).



Slika 5: Razširjenost SDT



Vir: Investment Company Institute, Research and Statistics, b.l.-a.

### 2.3.1 Skladi denarnega trga v ZDA

Trg SDT je v Združenih državah Amerike največji in najrazvitejši na svetu. Tabela 1 prikazuje strukturo ameriških skladov denarnega trga glede na vrsto in tip vlagateljev. Nacionalno združenje ameriških investicijskih družb (angl. *Investment Company Institute*) kategorizira ameriške sklade denarnih trgov glede na vrsto naložbene strategije med prvovrstne sklade denarnega trga (angl. *prime money market funds*), zakladniške (tudi državne, javne) sklade denarnega trga (angl. *government money market funds*) in davka oproščene sklade denarnega trga (angl. *tax-exempt money market funds*) ter glede na distribucijski kanal oz. glede na tip investitorja med male in institucionalne SDT. Skladi denarnih trgov so glede na vrsto naložbe razdeljeni sledeče (Fidelity Investments, b.l.):

- Prvovrstni skladi denarnega trga vlagajo predvsem v dolžniške papirje in komercialne zapise podjetij ter vrednostne papirje vlad in državnih agencij ZDA. Prvovrstni sklad denarnega trga je definiran kot vsak sklad, ki ne spada v kategorijo zakladniških ali davka oproščenih skladov denarnega trga.
- Državni ali zakladniški skladi denarnega trga vlagajo najmanj 99,5 % vseh svojih sredstev v denarna sredstva, državne vrednostne papirje in repo posle, ki so zavarovani z denarnimi sredstvi ali državnimi vrednostnimi papirji. Zakladniški sklad denarnega trga je vrsta državnega sklada denarnega trga, ki vlaga v državne ameriške zakladne menice, obveznice in zapise.
- Davka oproščeni skladi denarnega trga vlagajo predvsem v državne ali lokalne vrednostne papirje, ki so oproščeni davka na dohodek.

Skladi denarnih trgov so glede na tip investitorja razvrščeni kot (Fidelity Investments, b.l.):

- Institucionalni skladi denarnega trga imajo visoke minimalne vstopne naložbe. Vlagatelji so praviloma podjetja in vlade.
- Skladi denarnega trga za male vlagatelje so na voljo posameznikom, t. i. malim vlagateljem. Donosi skladov so običajno nekoliko višji od bančnih varčevalnih računov, vendar nosijo dodatna tveganja.

Institucionalni vlagatelji so največji vlagatelji s 65,13 % sredstev v upravljanju. Glede na vrsto naložbene strategije so med malimi vlagatelji izjemno popularni državni in prvovrstni skladi denarnega trga, tudi davkov oproščeni skladi. Med institucionalnimi vlagatelji trenutno močno prevladujejo državni s 76,84 %, kar pojasnjuje prenos sredstev iz prvovrstnih skladov denarnega trga v varnejšo naložbeno politiko državnih denarnih skladov (Investment Company Institute, 2017b).

*Tabela 1: Struktura investitorjev SDT v ZDA dne 21.9.2016*

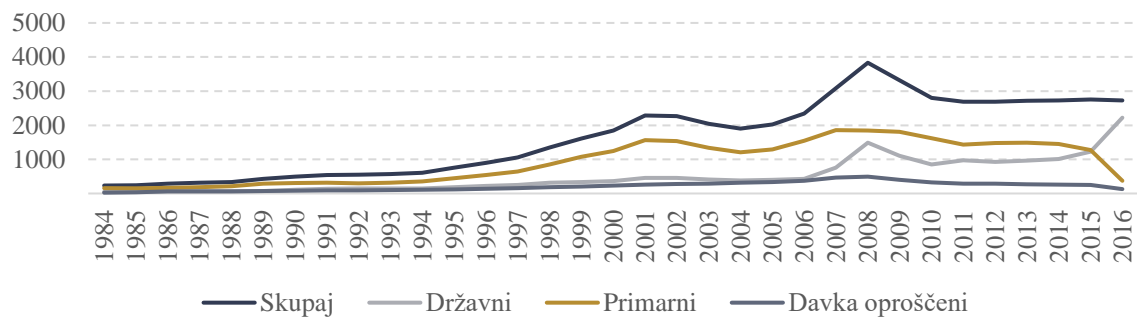
<b>Vrsta skladov</b>	<b>Sredstva skladov v milijardah dolarjev</b>	<b>Delež (v %)</b>
Državni skladi	1863,34	69,79
Mali vlagatelji	527,06	28,29
Profesionalni vlagatelji	1336,28	71,71
Prvovrstni skladi	669,08	25,06
Mali vlagatelji	292,84	43,77
Profesionalni vlagatelji	376,25	56,23
Davkov oproščeni skladi	137,48	5,15
Mali vlagatelji	111,00	80,74
Profesionalni vlagatelji	26,48	19,26

*Vir: Investment Company Institute, Research and Statistics, b.l.-b.*

Propad sklada Reserve Primary Fund je na ameriškem trgu sprožil beg vlagateljev iz denarnih skladov, predvsem iz skladov, ki so vlagali v nedržavne vrednostne papirje (angl. *non-government securities*). Vlagatelji so tako svoj denar preselili v državne sklade, ki vlagajo le v državne vrednostne papirje in bančne depozite. Zanimiv je podatek, da so institucionalni vlagatelji likvidirali veliko več sredstev kot mali vlagatelji. Kot primer, institucionalni vlagatelji so po zlomu Reserve Primary Fund v nekaj dneh likvidirali 16 odstotkov svojih sredstev, medtem ko so posamezniki likvidirali le 3 odstotke. Množičen odliv sredstev je imel hude posledice na finančno stabilnost ameriškega trga, vključno z zamrznitvijo trga kratkoročnih dolžniških papirjev (Baba, McCauley, & Ramaswamy, 2009).

Iz slike 6 je razviden razvoj skladov denarnega trga v ZDA. Največ sredstev v upravljanju po obsegu je bilo med letoma 2007 in 2009. Vrhunec so denarni skladi dosegli leta 2008 s 3.832 milijardami dolarjev v upravljanju. Najmanj sredstev je v preučevanem obdobju bilo leta 1984, ko je bila industrija še v fazi razvoja. Prvovrstni skladi denarnega trga so bili daleč najpopularnejši skozi vsa proučevana obdobja do leta 2016. Leta 2008 so se sredstva v državnih skladih povečala na račun slabše finančne stabilnosti s prenosom sredstev institucionalnih investitorjev iz prvovrstnih v bolj varne sklade denarnega trga. Ob koncu leta 2016 so bili najbolj priljubljeni državni skladi denarnega trga, ki so upravljali kar 81 % sredstev SDT (Investment Company Institute, 2017a).

Slika 6: Neto sredstva SDT v milijonih \$



Vir: Investment Company Institute, Research and Statistics, b.l.-a.

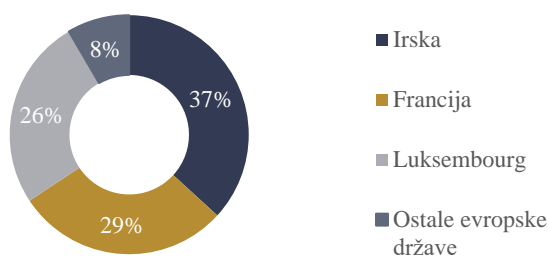
### 2.3.2 Skladi denarnega trga v Evropski uniji

Da bi bilo mogoče oceniti, kakšno vlogo skladi denarnega trga predstavljajo na kapitalskih trgih v Evropi in kako bo nanje vplivala sprejeta Uredba Sveta EU in Evropskega parlamenta o skladih denarnega trga, je v nadaljevanju poglavja predstavljen podroben profil panoge SDT v Evropi.

Skladi denarnega trga so pomemben vir kratkoročnega financiranja za finančne institucije, podjetja in vlade. Po podatkih Evropske komisije (2013e) SDT v Evropi upravljajo približno 38 % kratkoročnih dolžniških instrumentov, ki jih izda bančni sektor in okoli 22 % kratkoročnih vrednostnih papirjev, ki jih izdajo podjetja in vlade. SDT na ravni Evrope upravljajo skupaj približno 1 bilijon evrov sredstev, predstavljajo pa približno 15 % zadevne panoge v EU (Svet Evropske unije, b.l.-a). Sedež imajo v nekaj državah članicah, pri čemer predstavljajo Francija, Irska in Luksemburg skoraj 90 % trga. Trg je kljub temu močno povezan z drugimi državami, predvsem zaradi visokega deleža čezmejnih naložb in investitorjev ter čezmejne razširitve negativnih vplivov med SDT in njihovimi sponzorji, ki imajo v večini primerov sedež v drugih državah kot SDT (Institutional Money Market Funds Association, 2014).

Med vodilnimi petimi evropskimi državami po upravljanju sredstev v skladih denarnega trga vodi Irska s 482.632 milijoni evrov sredstev v upravljanju, sledijo Francija s 378.674 milijoni evrov, Luxembourg s 339.523, Združeno Kraljestvo z 21.180, Švedska s 16.717 milijoni evrov in Švica s 16.717 milijoni evrov sredstev v upravljanju (Slika 7) (Investment Company Institute, 2017a).

Slika 7: Struktura sredstev SDT v upravljanju v % v Evropi konec 4. četrtnetja 2016

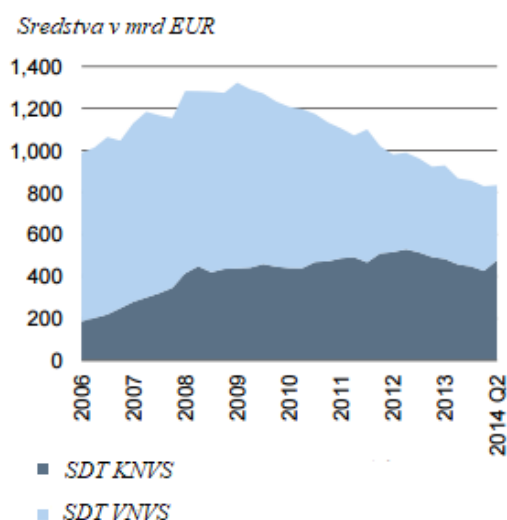


Vir: Investment Company Institute, Research and Statistics, b.l.-a.

SDT spadajo med kolektivne naložbene sheme. V Evropi so skladi denarnega trga v grobem razdeljeni med kratkoročne in standardne sklade denarnega trga. Medtem ko v Združenih državah Amerike skladi denarnega trga prikazujejo konstantno neto vrednost sredstev, so v Evropi priljubljeni tako skladi denarnega trga s konstantno neto vrednostjo sredstev (v nadaljevanju SDT KNVS) kot tudi skladi denarnega trga z variabilno neto vrednostjo sredstev (v nadaljevanju SDT VNVS) (Institutional Money Market Funds Association, 2014).

Številke Združenja institucionalnih skladov denarnega trga (angl. *Institutional Money Market Funds Association*, v nadaljevanju IMMFA) služijo kot približek za obseg sredstev v SDT s konstantno vrednostjo sredstev. Junija 2014 je združenje IMMFA poročalo o sredstvih v višini 478 milijard evrov za skupno 134 skladov denarnega trga, kar pomeni, da so v evroobmočju prevladujoči skladi denarnega trga s konstantno vrednostjo sredstev (57 %), predvsem na Irskem in v Luksemburgu (Institutional Money Market Funds Association, 2014). Nasprotno v Franciji prevladujejo skladi denarnega trga z variabilno neto vrednostjo sredstev, značilni so tudi za druge države evrskega območja, med drugim za Irsko in Luksemburg. SDT z variabilno vrednostjo sredstev predstavljajo okoli 43 % vseh sredstev skladov denarnega trga v območju evra, Francija sama predstavlja 33 % tržni delež. V zadnjih nekaj letih so SDT VNVS doživeli znatno zmanjšanje obsega sredstev in izgubo tržnega deleža v primerjavi s SDT KNVS (Slika 8). Razlog za relativno rast skladov denarnega trga s konstantno vrednostjo sredstev je upad sredstev v francoskih denarnih skladih. Vzrok najverjetneje leži v nizkih donosnostih evrskega denarnega trga in naraščajoči priljubljenosti skladov s konstantno vrednostjo sredstev med institucionalnimi vlagatelji (Mai, 2015).

Slika 8: Sredstva KNVS in VNVS v Evropi



Vir: H. Mai, *Money Market Funds – an economic perspective*, 2015, str. 8.

### 3 SISTEMSKE POSLEDICE SKLADOV DENARNEGA TRGA

Sistemske posledice in nestabilnosti skladov denarnega trga ter njihova medsebojna povezanost med vlagatelji, izdajatelji in bančnimi sponzorji so mednarodnega pomena za svetovno gospodarstvo (Evropska komisija, 2013e). Svetovne organizacije Mednarodni denarni sklad (angl. *International Monetary Fund*), Odbor za finančno stabilnost (angl. *Financial Stability Board*) in Banka za mednarodne poravnave (angl. *Bank for International Settlements*) so sistemsko tveganje opredelile kot tveganje za razkroj finančnih storitev, ki ga povzročijo motnje v delovanju celotnega finančnega sistema ali njegovih delov in ki ima lahko resne negativne posledice za realno gospodarstvo (Caruana, 2010). Problemi, ki jih skladi denarnega trga vnašajo zaradi svoje narave delovanja, so skladno z Evropsko komisijo (2013e) sistemski zaradi:

- bega vlagateljev in
- medsebojne povezanosti z bančnim sistemom.

#### 3.1 Beg vlagateljev

Razumevanje vzrokov bega vlagateljev in iskanje načinov za preprečitev ter ublažitev posledic je pereča debata med ekonomisti in regulatorji. Beg vlagateljev je pojav, ko veliko število vlagateljev sklada ali druge finančne institucije zaradi zaskrbljenosti glede stabilnosti naložbe naenkrat umakne svoja sredstva. Vlagatelji se za dvig svojih vlog odločijo v izjemnih tržnih razmerah, ki jim sledi vsesplošna panika in množično dvigovanje vlog (Hannam, 2013).

### 3.1.1 Prednost prvega in stabilna vrednost sredstev

Problem bega vlagateljev predstavlja množično dvigovanje vlog, ki sili sklade denarnega trga v odprodajo sredstev, da bi lahko izpolnili neporavnane zahteve za odkup. V obdobju množičnih zahtev po izplačilu prične sklad z odprodajo najlikvidnejših sredstev z najnižjimi likvidnostnimi stroški. Šele ob večjem pritisku vlagateljev je sklad primoran prodati manj likvidna sredstva z višjimi likvidnostnimi stroški. Bolj ko se pritisk po izplačilih stopnjuje, več sredstev z višjimi likvidnostnimi stroški je sklad primoran prodati, nižji sta vrednost portfelja in vrednost enote premoženja, kar vodi do kapitalskih izgub za vlagatelje proti koncu čakalne vrste. Pojav imenujemo prednost prvega na trgu (angl. *first mover advantage*), ki jo prikazuje klasična zapornikova dilema. Prednost prvega nastane, ker vlagatelji, ki se za izplačilo svojega investicijskega kupona odločijo kasneje, nosijo nesorazmerno veliko izgubo. Prednost prvega na trgu je značilna za vse investicijske sklade, vendar je po mnenju mnogih pomembna predvsem za sklade s konstantno neto vrednostjo sredstev, saj ti ponujajo takojšnje unovčenje po stabilni enoti premoženja. V obdobjih tržnih pretresov ali negotovosti glede kakovosti sredstev v portfelju obstaja tveganje, da cena enote ne bo odražala tržne vrednosti portfelja. Tveganje bega vlagateljev je posebej pomembno pri institucionalnih vlagateljih, saj imajo ti močan odpor do tveganja in praviloma reagirajo hitreje in močneje kot mali vlagatelji. Pojav prednosti prvega na trgu sproža proces spirale v celotnem bančnem sistemu, kar ohromi celotno gospodarstvo, ki nima več dostopa do finančnih sredstev (Hannam, 2013).

### 3.1.2 Podpora sponzorja

Ker SDT niso zakonsko obvezani oblikovati rezervni kapital za kritje izgub in niso del sistema jamstva, kot so bančne vloge, so sponzorji sklada v neugodnih tržnih razmerah po navadi edina možnost reševanja vrednosti premoženja sklada. SDT, predvsem skladi denarnega trga, ki ponujajo stabilno vrednost sredstev, so odvisni od diskrecijske podpore sponzorja sklada, s katero v času nižanja vrednosti sredstev ohranjajo stabilno neto vrednost sredstev. Sponzorji se zato v izjemnih tržnih razmerah soočajo z vprašanjem, ali sklad finančno podpreti ali sprejeti tveganje kapitalske izgube in izgube svojega poslovnega ugleda (Hannam, 2013).

Več študij kaže, da so skladi denarnega trga v vsej svoji zgodovini uporabljali podporo tretjih strank. Za obdobje od 1980 do 2009 je Moody's (2010) ugotovil, da je v ZDA in Evropi podporo sponzorja prejelo več kot 200 skladov s konstantno vrednostjo sredstev. Največ podpore je bilo dane med letoma 2007 in 2009, ko je več kot 60 skladov (36 v ZDA in 26 v Evropi) potrebovalo zunanjo pomoč predvsem zaradi poslabšanja kreditne kakovosti portfeljev, neizpolnjevanja obveznosti zahtev po odkupih in likvidnostnih težav. Po podatkih Moody's (2010) je bilo vsaj 20 družb, ki upravlja prvorazredne sklade v ZDA in Evropi, prisiljenih zabeležiti za skupno okrog 12 milijard dolarjev odhodkov, da so lahko ohranile vrednost svojih skladov. Temeljna pomanjkljivost zanašanja skladov na diskrecijsko

podporo sponzorja je razvidna iz težav ameriškega sklada Reserve Primary Fund, ki po propadu banke Lehman Brothers ni bil sposoben ohraniti neto vrednosti vseh sredstev sklada nad 1 dolar. Sponzor ni podprl sklada, kar je ustvarilo negotovost glede sponzorske podpore nasploh in pospešilo beg vlagateljev iz sektorja SDT. Primer kaže, kako pomembno vlogo ima podpora sponzorja, hkrati pa ilustrira pomanjkljivosti nudenja takšne podpore (Anisdei, Bengtsson, Frison, & Ward, 2012).

McCabe (2010) ter Gordon in Gandia (2014) so dokazali, da je podpora sponzorja pomemben dejavnik v vedenju vlagateljev. Gordon in Gandia (2014) sta predstavila podatke, po katerih so skladi s konstantno vrednostjo sredstev, ki jih upravljajo ali podpirajo potencialno krhke družbe, utrpeli bistveno večje odlive in imeli mnogo večje tveganje bega vlagateljev. Iz tega sledi, da lahko implicitna narava podpore sponzorja in nejasna sposobnost sponzorja, da podporo zagotovi, ustvarjata negotovost med tržnimi udeleženci, zaradi katere so lahko SDT bolj ranljivi na beg vlagateljev (European Systemic Risk Board, 2012).

### **3.2 Tesna povezanost SDT z realnim gospodarstvom**

Sistemske posledice in nestabilnosti SDT ter njihova medsebojna povezanost z izdajatelji in bančnimi sponzorji so ključnega pomena v mednarodnem delu na področju bančništva v senci. Denarni skladi imajo osrednjo vlogo pri kratkoročnem financiranju subjektov, kot so banke, podjetja in vlade. Banke v Evropski uniji predstavljajo največjega (85 %) izdajatelja finančnih instrumentov, v katere SDT vlagajo, vlade predstavljajo 10-odstotni delež, podjetja približno 5-odstotni delež. Vlade in velika podjetja uporabljajo denarni trg kot sredstvo za pridobitev kratkoročnega financiranja poleg kreditnih linij bank. Vsaka razširitev negativnega vpliva na trg kratkoročnega financiranja lahko pomeni velike neposredne težave za financiranje realnega gospodarstva (Evropska komisija, 2013e).

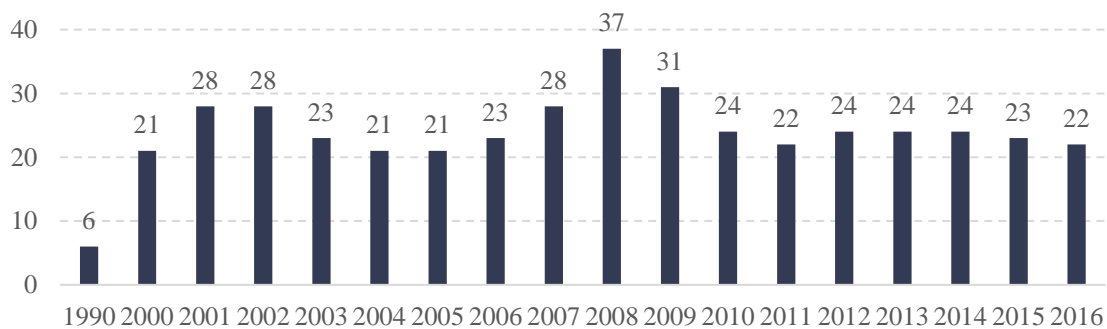
Ministrstvo za finance v ZDA je septembra 2008 predstavilo začasni jamstveni program za sklade denarnega trga, imenovanega TARP, ki je za določeno časovno obdobje garantiral stabilno vrednost delnice kateregakoli upravičenega SDT, tako malega kot institucionalnega sklada. Garancija se je sprožila, če je čista vrednost enote premoženja sodelujočega sklada padla pod 0,995 dolarjev. V sporočilu za javnost, ki ga je podalo finančno ministrstvo ZDA (U.S. Department of the Treasury, 2008), je bila kot utemeljitev programa navedena zaščita vlagateljev in obnovitev stabilnosti globalnega finančnega sistema. Skladi denarnega trga so bili razumljeni kot sistemsko pomembni, saj predstavljajo vir kratkoročnega financiranja za kapitalske trge. Ameriška vlada je bila prepričana, da so skrbi glede padca čiste vrednosti sredstev skladov denarnega trga poslabšale globalne pretrese na finančnih trgih, kar je povzročilo porast kratkoročnih obrestnih mer in povečalo volatilitnost na deviznih trgih, kot tudi sprožilo hude likvidnostne napetosti na svetovnih trgih. V svojem sporočilu za javnost je ameriško ministrstvo za finance ugotovilo, da so bili ukrepi potrebni za zmanjšanje

tveganja za nadaljnje povečane globalne nestabilnosti (U.S. Department of the Treasury, 2008).

Povezanost SDT z realnim gospodarstvom temelji na dveh elementih (Gunnarsdottir & Strömqvist, 2010):

- Negativni učinki prelivanja: V ZDA so vladni organi izrecno navedli, da so bili med glavnimi razlogi za jamčenje vrednosti skladov denarnega trga po zlomu banke Lehman Brothers učinki prelivanja, ki izhajajo iz nadaljnjih zaostrenih globalnih nestabilnosti. Mnogo institucij uporablja sklade denarnega trga za upravljanje svojih denarnih sredstev in drugih kratkoročnih sredstev. Skladi denarnega trga so konec leta 2016 upravljali 22 % kratkoročnih sredstev nefinančnih podjetij v ZDA, kar kaže na potencialno izjemen učinek prelivanja negativnih eksternalij (Slika 9).
- Potencialno velik vpliv nujnih prodaj na trg: Manjša likvidnost v času krize se je pokazala v višjih cenovnih razponih med povpraševanjem in ponudbo (angl. *bid-ask spreads*), nižjih vrednostih vrednostnih papirjev in nižjem prometu trgovanja. Vlagateljeva nenaklonjenost tveganju se je močno povečala. Vir financiranja za sistemsko pomembne finančne institucije je po nižji likvidnosti praktično obstal. Ker so skladi denarnega trga prevladujoči vlagatelji visokokakovostnih kratkoročnih vrednostnih papirjev, imajo lahko njihove težave dolgoročne, izven sektorske posledice.

Slika 9: Delež kratkoročnih sredstev ameriških nefinančnih podjetij v SDT v %



Vir: Investment Company Institute, *Investment Company Fact Book*, 2017.

#### 4 NEDAVNI UKREPI IN REFORME SKLADOV DENARNEGA TRGA

Skupina G20 je na vrhu in v svojih organih leta 2009 sprejela stališča, da je treba odpraviti globalna neravnotežja, okrepiti mednarodni monetarni sistem in ustvariti bolj discipliniran ter manj procikličen finančni sistem, ki bolje podpira uravnoteženo gospodarsko rast. Osrednja debata se je navezovala na bančništvo v senci in njegove subjekte, med katere sodijo skladi denarnega trga. Odbor za finančno stabilnost (angl. *Financial Stability Board*), ki ga je leta 2009 ustvarila skupina G20, je tako vključil Mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev (angl. *International Organization of Securities Commissions*, v



nadaljevanju IOSCO) in izdal priporočila, da bi okrepili nadzor in regulacijo SDT ter njihove sistemske posledice (Evropska komisija, 2012). Smernice Mednarodnega združenja nadzornikov trga vrednostnih papirjev usmerjajo na bistveno vprašanje glede izbire regulativnega pristopa med spodbujanjem oz. zahtevanjem prehoda na prikazovanje spremenljive čiste vrednosti sredstev, nalaganjem kapitalskih oz. likvidnostnih omejitev za sklade s konstantno vrednostjo sredstev in / ali drugimi možnimi pristopi (International Organization of Securities Commissions, 2012).

Kot ranljivosti, ki jih sistem SDT vnaša v finančno okolje, je združenje IOSCO (2012) opredelilo naslednje:

- Stabilna neto vrednost sredstev, ki daje vtis varnosti, čeprav so SDT izpostavljeni kreditnemu, obrestnemu in likvidnostnemu tveganju. Preboj dna enega sklada lahko vpliva na sposobnost ohranjanja stabilne vrednosti enote premoženja drugih skladov, ki sproži proces množičnega bega vlagateljev, pri čemer ima destabilizacijski učinek na širši finančni sistem.
- Prednost prvega na trgu, ki vlagatelje spodbuja k čim hitrejšemu odkupu, pri čemer stroški potencialne izgube padejo na preostale vlagatelje.
- Neskladje med tržno in poročano čisto vrednostjo sredstev zaradi uporabe odplačne metode obračunavanja in zaokroževanja, ki med vlagatelji povzroča negotovost in povečuje tveganje, povezano z množičnimi odkupi vlagateljev.
- Implicitna podpora sponzorja, ki ustvarja medsebojno povezanost med skladi in njihovimi sponzorji, zaradi katere vlagatelji sklade denarnega trga dojemajo kot manj tvegane.
- Pomembnost bonitetnih ocen, katera nedvoumna uporaba lahko zmanjša skrbnost upraviteljev in vlagateljev pri izbiri instrumentov ali skladov ter povzroči nesorazmerno pozitivne ali negativne rezultate ter sproži beg vlagateljev.

Mrtvilo na kapitalskih trgih, še posebej pomembna nedejavnost na denarnem trgu, je sprožila intenzivno poseganje centralnih bank v reševanje finančnih institucij. V nadaljevanju predstavljam zakonodajne spremembe skladov denarnega trga v ZDA, ki predstavljajo temelj ureditve evropskih skladov denarnega trga.

#### **4.1 Pregled reforme SDT v ZDA**

Zakonodajalci v Združenih državah Amerike, natančneje Komisija za vrednostne papirje in borzo (angl. *U.S. Securities and Exchange Commission*), je zaradi ranljivosti in sistemskega tveganja, ki jih skladi denarnega trga nosijo, v preteklosti večkrat revidirala člen 2a-7, ki ureja trg SDT. Finančna kriza in pomanjkljivosti, ki jih je razkril propad denarnega sklada Reserve Primary Fund, so spodbudile podroben pregled regulativnega režima, ki so mu SDT podvrženi. Septembra 2008 sta Ministrstvo za finance in Svet guvernerjev centralne banke napovedala posredovanje na kratkoročnih denarnih trgih. Ministrstvo za finance je

predstavilo svoj začasni program finančne pomoči za oslabljena sredstva TARP, ki je začasno odkupoval kritične vrednostne papirje od izdajateljev. Zatem je Odbor za zvezne rezerve (angl. *Federal Reserve Board*) napovedal ustanovitev svojega likvidnostnega sklada za pomoč vzajemnim skladom denarnega trga, imenovanega AMLF. Namen programa je bila zagotovitev obstoja trga za kratkoročne vrednostne papirje s premoženjskim kritjem in pomoč skladom pri izpolnjevanju svojih obveznosti (U.S. Securities and Exchange Commission, 2014a).

V odgovor na množične zahteve po odkupih s strani vlagateljev je Komisija za vrednostne papirje in borzo 30. junija 2009 objavila sporočilo, ki predlaga nova pravila in spremembe določil, ki urejajo delovanje skladov denarnega trga. Sledila je izvedba prenove ureditve SDT s spremembami razdelka 2a-7 Zakona o investicijskih družbah 1940, ki je bila sprejeta 27. januarja 2010 (U.S. Securities and Exchange Commission, 2014a). Zakon o investicijskih družbah 1940 ureja organizacijo in delovanje investicijskih družb. Osrednjo temo zakona predstavlja obveščanje javnosti o skladih in njihovih naložbenih ciljih ter o strukturi in poslovanju investicijskih družb. Skupaj z zakonom Sarbanes-Oxley 2002, Dodd-Frank 2010 ter drugimi predstavlja celovito zakonodajo panoge vrednostnih papirjev (U.S. Securities and Exchange Commission, b.l.-c).

#### **4.1.1 Reforma 2010**

Komisija je 27. 1. 2010 sprejela prenovo ureditve ameriških SDT, katerih namen je bila okrepitev regulacije skladov denarnega trga, da bi boljše zaščitila vlagatelje. Nova pravila naj bi povečala odpornost skladov denarnega trga na ekonomske strese in zmanjšala tveganje bega investitorjev s poostritvijo standardov zapadlosti in kreditne kakovosti ter uvedbo novih likvidnostnih zahtev. V Tabeli 2 so prikazane ključne spremembe pravnega okvira denarnih skladov, ki jih povzemam v naslednjih odstavkih.

Osrednja tema reforme je poostritev likvidnostnih zahtev, ki naj bi skladom denarnega trga pomagala pri preprečitvi prisilne prodaje sredstev in zaščitila vlagateljev v neugodnih tržnih razmerah. Sprejeta določila od skladov denarnega trga v obliki dnevne in tedenske zahteve zvišujejo minimalen delež sredstev v visoko likvidnih vrednostnih papirjih. Dodatno poostrena je zmožnost skladov za nakup nelikvidnih vrednostnih papirjev in vrednostnih papirjev drugega reda, ki naj bi preprečevala sprejemanje dodatnih tveganj. Skladno z zavezanostjo k vzdrževanju likvidnih vrednostnih papirjev morajo skladi denarnega trga razviti postopke, imenovane poznaj svojo stranko (angl. *know your customer*), katerih namen je predvideti verjetnost množičnih odkupov in tveganj, ki jih posamezni vlagatelj skladu predstavlja (Investment Company Institute, b.l.).

Okrepljene so zahteve za izvajanje rednih stresnih testiranj in razkritja tržnih vrednosti sredstev, ki zagotavljajo dodatno zaščito in preglednost. Upravljalci skladov morajo izvajati redne stresne teste ter preučiti sposobnost sklada za ohranjanje stabilne vrednosti enote

premoženja v primeru vnaprej določenih stresnih situacij, kot so spremembe obrestnih mer, množični odkupi, spremembe kreditne kakovosti portfelja, ipd. Z razkritjem strukture portfeljev na spletni strani sklada naj bi se vlagateljem zagotovila dodatna preglednost, ki bi pripomogla k razumevanju tveganj in poznavanju naložbenega produkta (Investment Company Institute, b.l.).

Določila tudi vnaprej omejujejo sklade denarnega trga pri kupovanju tistih vrednostnih papirjev, katerih bonitetna ocena je uvrščena med dve najvišji kategoriji investicijskega razreda, ali kupovanju neocenjenih vrednostnih papirjev primerljive kakovosti. Obenem se ohranja zahteva, da skladi denarnega trga izvajajo neodvisno bonitetno analizo vsakega kupljenega vrednostnega papirja. Ocenjevanje s strani bonitetnih institucij naj bi služilo le kot pregled (angl. *screen*) in nikakor ne bi smel biti edini dejavnik pri odkrivanju, ali je vrednostni papir primerna naložba. Nova pravila naj bi izboljševala način, kako skladi denarnega trga vrednotijo ocenjene vrednostne papirje s strani nacionalno priznanih statističnih ocenjevalnih agencij (angl. *nationally recognized statistical rating organizations*). Nacionalno priznane statistične ocenjevalne agencije so bonitetne agencije, katerim Komisija za vrednostne papirje dovoljuje izdajo bonitetnih ocen. Trenutno je takšnih agencij 10, med njimi najdemo Fitch Ratings, Inc., Moody's Investors Service, Inc., Morningstar Credit Ratings, LLC, S&P Global Ratings (U.S. Securities and Exchange Commission, b.l.-b). Skladi denarnega trga morajo po novem vsako leto določiti vsaj štiri nacionalno priznane bonitetne agencije, ki jih odpravni odbor sklada oceni kot zanesljive. Pravilo naj bi spodbujalo konkurenco med bonitetnimi agencijami, kot tudi poglobljeni pregled finančnega trga (Investment Company Institute, b.l.).

Novost med sprejetimi spremembami zagotovo predstavljajo novi zaščitni mehanizmi obvladovanja znatnega poslabšanja finančnih trgov in množičnih odkupov, ki skladu pod določenimi pogoji dovoljujejo začasno prekinitev odkupov in obdelavo vplačil in izplačil enot sklada po drugačni vrednosti, kot je 1,00 dolar na enoto (Investment Company Institute, b.l.).

Povzetek sprememb je prikazan v Tabeli 2.

Tabela 2: Ključne prilagoditve 2010

Področje	Ključne prilagoditve
Likvidnost sredstev	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Znižana je meja izpostavljenosti za nelikvidne vrednostne papirje.</li> <li>- Najmanj 10% vseh sredstev mora SDT vzdrževati v dnevnikih likvidnih sredstvih.</li> <li>- Najmanj 30% vseh sredstev mora SDT vzdrževati v tedenskih likvidnih sredstvih.</li> </ul>
Kreditna kvaliteta	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Znižana je meja izpostavljenosti za vrednostne papirje drugega razreda.</li> <li>- Skladom ni dovoljeno pridobiti vrednostnih papirjev drugega reda z zapadlostjo nad 45 dni (namesto do takrat veljavne omejitve nad 397 dni).</li> </ul>
Diverzifikacija	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Poostrene so omejitve koncentracije naložb v posameznega vlagatelja.</li> <li>- Okrepljene so zahteve za pregled zavarovanja vrednostnega papirja oz. kreditne sposobnosti pogodbene stranke pri repo poslih.</li> </ul>
Povprečna dospelost portfelja	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Povprečna dospelost portfelja je omejena na 120 dni.</li> <li>- Najvišja dovoljena povprečna dospelost portfelja sklada je 60 dni (namesto takrat veljavne omejitve 90 dni).</li> <li>- Namen novo dovoljenih dospelosti je omejiti zmožnost sklada za vlaganje v dolgoročne vrednostne papirje s spremenljivo obrestno mero.</li> </ul>
Izvajanje rednih stresnih testiranj	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Obvezna je izvedba rednih testiranja izjemnih situacij s simulacijo šokov, kot so spremembe obrestnih mer, množični odkupi, spremembe kreditne kakovosti portfelja, ipd.</li> </ul>
Transparentnost	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mesečno razkritje strukture portfelja na spletni strani sklada.</li> <li>- Mesečno poročanje poštene vrednosti enote premoženja sklada Komisiji za vrednostne papirje in borzo.</li> </ul>
Uporaba bonitetnih ocen	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Uporaba bonitetnih ocen je dovoljena pod določenimi pogoji.</li> </ul>
Dodatna pooblastila	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Uvedba in dovoljenje uporabečasne prekinitve odkupov pod določenimi pogoji.</li> <li>- Možnost obdelave naložbenih transakcij po drugačni vrednosti, kot 1,00 dolar na enoto.</li> </ul>

Vir: BlackRock, Inc., *Money Market Funds: Potential Capital Solutions*, 2011, str. 3.

Navedene spremembe reforme v letu 2010 so bile zasnovane z namenom zmanjšanja obrestnih, kreditnih in likvidnostnih tveganj portfeljev, kar naj bi povečalo odpornost skladov denarnega trga. Četudi so takšne spremembe izboljšale njihovo prožnost, je Komisija za vrednostne papirje in borzo ob izdaji sprememb omenila, da še naprej razmišlja o tem, ali bi bile morebitne nadaljnje, bolj temeljne spremembe ureditve denarnega trga utemeljene. Kljub majhni razpoložljivosti dokazov o učinkovitosti sprejetih reform leta 2010 so Mary Schapiro, predsednica Komisije za vrednostne papirje in borzo, Timothy Geuthner, sekretar za finance in Ben Bernanke, predsednik ameriške centralne banke, zahtevali ostrejšo

regulacijo SDT (Blackwell, Troske, & Winters, 2012). Junija 2013 je tako Komisija za vrednostne papirje in borzo glasovala, da nadaljuje z drugim krogom bistvenih zakonodajnih sprememb za sklade denarnega trga kot nadaljevanje niza reform, sprejetih v letu 2010. V tem drugem krogu sprejemanja predpisov je imel predlog SEC dva temeljna predloga, ki bi lahko delovala samostojno ali v kombinaciji. Pod prvo alternativo bi skladi denarnega trga ponujali konstantno neto vrednost sredstev z možnostjo uvedbe likvidnostnih provizij in začasne prekinitve odkupov, če bi bila likvidnost sklada omejena. Pod drugo alternativo bi se prvovrstni institucionalni in davka oproščeni institucionalni skladi preoblikovali v SDT z variabilno neto vrednostjo sredstev. Komisija za vrednostne papirje in borzo je končni predpis sprejela julija 2014, ki je povzročil znatne strukturne spremembe v celotni panogi, zlasti med skladi denarnega trga institucionalnih vlagateljev (Investment Company Institute, b.l.).

#### **4.1.2 Reforma 2014**

Več pomembnih dogodkov na trgu, ki so se zgodili po letu 2010, je ameriški Komisiji za vrednostne papirje in borzo omogočilo izdelavo ocene učinkovitosti reform 2010. V poletnih mesecih leta 2011 se je namreč zgodila dolžniška kriza evroobmočja in dvig najnižje meje zadolženosti ZDA. Čeprav so predstavljale reforme 2010 pomemben korak pri oblikovanju pravnega okvira skladov denarnega trga, so analiza in podatki iz SEC oddelka za ekonomsko analizo in analizo tveganja (angl. *division of economic and risk analysis*) razkrili potrebo po dodatnih reformah, ki bi pomagale pri reševanju potencialno stresnih situacij za trge kratkoročnega financiranja. Kot odgovor na analizo je SEC leta 2013 predlagala dodatne strukturne in operativne spremembe, ki naj bi zmanjševale tveganje bega investitorjev, hkrati pa ohranjale prednosti skladov denarnega trga (U.S. Securities and Exchange Commission, 2014b).

Osrednja tema preoblikovanja ureditve denarnih skladov so bili institucionalni vlagatelji, ki naj bi z obsegom naložb in vedenjskimi značilnostmi v izjemnih tržnih razmerah skladom in širšemu finančnemu sistemu predstavljali dodatna tveganja. Največja sprememba glede na predhodno ureditev je uvedba variabilne neto vrednosti sredstev. Prvovrstni SDT za institucionalne vlagatelje se morajo po novem preoblikovati v SDT z variabilno neto vrednostjo sredstev, kar naj bi predstavljalo osnovo za zmanjšanje prednosti prvega na trgu. Predmet uvedbe variabilne vrednosti so bili deležni tudi občinski oz. davka oproščeni skladi, razen v primeru, da sklad ustreza opredelitvi skladom denarnega trga za male vlagatelje. Samo državnim skladom in skladom za male vlagatelje bo dovoljeno ohranjati konstantno vrednost enote premoženja. Določila vpeljujejo zahtevo po natančnejšem vrednotenju portfeljev. Trenutno denarni skladi svoje portfelje vrednotijo na odstotek natančno, sedaj bodo morali vrednost enote premoženja ovrednotiti na najbližjo bazično točko oz. na štiri decimalna mesta (U.S. Securities and Exchange Commission, 2014b). V Tabeli 3 je predstavljena nova struktura delovanja skladov denarnega trga.

Tabela 3: Nova kategorizacija SDT v ZDA

Področje	Državni SDT	Prvovrstni SDT za male vlagatelje	Občinski SDT za male vlagatelje	Prvovrstni SDT za institucionalne vlagatelje	Občinski SDT za institucionalne vlagatelje
Struktura naložb	Vrednostni papirji, ki jih izda U.S. Treasury, zvezne agencije in paradržavna podjetja.	Kratkoročni vrednostni papirji, ki jih izdajo korporacije in finančne institucije.	Kratkoročni denarni trg vrednostni papirji, ki jih izda država in občinske agencije.	Kratkoročni vrednostni papirji, ki jih izdajo korporacije in finančne institucije.	Kratkoročni denarni trg vrednostni papirji, ki jih izda država in občinske agencije.
Upravičeni vlagatelji	Brez omejitev	Fizične osebe	Fizične osebe	Brez omejitev	Brez omejitev
Struktura neto vrednosti sredstev	Dovoljena uporaba konstantne vrednosti sredstev	Dovoljena uporaba konstantne vrednosti sredstev (v nadaljevanju KNVS)	Dovoljena uporaba konstantne vrednosti sredstev	Variabilna vrednost sredstev (v nadaljevanju VNVS)	Variabilna vrednost sredstev
Likvidnostne provizije in omejevanje odkupov	Ni zahtevano, vendar dovoljeno	Da	Da	Da	Da

Vir: Prirejeno po Charles Schwab & Co., Inc., *New Rules for Money Market Funds*, 2015.

Z namenom neposrednega reševanja problema nenadnega, množičnega bega vlagateljev je ameriška Komisija za vrednostne papirje in borzo predstavila dve varovali, imenovani provizije za likvidnost (v nadaljevanju tudi likvidnostne provizije) in začasna prekinitve odkupov. S provizijami za likvidnost (angl. *liquidity fees*) se investitorju, ki v izjemnih tržnih pogojih zahteva odkup, zaračunajo stroški zagotavljanja potrebne likvidnosti. Začasno omejevanje odkupov (angl. *redemption gate*) s prekinitvijo možnosti izplačila za določeno obdobje v izjemnih tržnih razmerah prepreči beg vlagateljev. Varovali veljata samo za prvovrstne in občinske sklade, državni skladi niso zavezani k uporabi mehanizmov, vendar se v skladu s predlaganimi pravili lahko zanje prostovoljno odločijo (U.S. Securities and Exchange Commission, 2014a).

Varovali se uporabita v dveh scenarijih. V primeru, da raven tedenskih likvidnih sredstev pade pod regulatorni minimum, tj. 30 odstotkov sredstev, sme uprava denarnega sklada, če določi, da je takšna provizija sklada v korist, vpeljati provizije za likvidnost do 2 odstotkov

vrednosti odkupa in začasno ustaviti odkupe do 10 dni v 90-dnevnem obdobju po lastni presoji. V primeru, da raven tedenskih likvidnih sredstev sklada pade pod 10 odstotkov sredstev sklada, je sklad dolžan uveljaviti likvidnostno provizijo v višini enega odstotka vrednosti odkupa, razen v primeru, da uprava sklada ugotovi, da takšna odločitev ne bi bila v najboljšem interesu sklada ali v primeru, da se presodi, da je primernejša višja (do 2 %) ali nižja provizija. Primere, v katerih raven tedenskih likvidnih sredstev sklada pade pod mejo 10 odstotkov in primere, ko so uvedene provizije za likvidnost ali začasna prekinitve odkupov morajo skladi nemudoma javno razkriti (U.S. Securities and Exchange Commission, 2014a).

Ob uvedbi variabilne vrednosti sredstev in zaščitnih mehanizmov so za zamejitev portfeljskih tveganj uvedene spremembe, katerih namen je povečati stabilnost SDT s povečanjem razpršenosti naložb v svojih portfeljih, izboljšanjem testiranja izjemnih situacij in preglednosti. Skladi denarnega trga morajo upoštevati smernice SEC v zvezi z diverzifikacijo naložb in obravnavati subjekte, ki so med seboj povezani ali odvisni, kot posamezne izdajatelje. V skladu s to omejitvijo sklad ne sme vložiti več kot 5 odstotkov svojih sredstev v vrednostne papirje posameznega izdajatelja ali skupino povezanih izdajateljev. Spremembe dodatno krepijo zahteve za stresna testiranja, ki jih je SEC sprejela v letu 2010. Skladi denarnega trga bodo v določenih hipotetičnih stresnih scenarijih primorani testirati, ali lahko tedenska likvidna sredstva ohranijo v višini najmanj 10 odstotkov in zmanjšajo volatilitnost glavnice. Spremenjene so tudi zahteve glede poročanja v zvezi s stresnimi testi, katerih cilj je izboljšanje kakovosti poročil, ki jih uprave skladov prejmejo (U.S. Securities and Exchange Commission, 2014a).

Uvedene so okrepljene zahteve po razkritju in poročanju. Skladi morajo na svoji spletni strani dnevno objavljati ravni dnevnih in tedenskih likvidnih sredstev, neto prilive in odlive, pošteno vrednost enote premoženja, uvedbo provizij za likvidnost in začasne prekinitve odkupov ter vsako uporabo sponzorske podpore s strani podružnice (angl. *affiliate sponsor support*). Skladi morajo nemudoma regulatorju razkriti dogodke, ki vključujejo uvedbo ali odpravo provizij za likvidnost in začasne prekinitve odkupov ter osnovne ugotovitve in dejavnike, ki jih je upravni odbor upošteval v svoji odločitvi v zvezi z uporabljenimi mehanizmi, likvidacijo vrednostnih papirjev v portfelju, prejem sponzorske ali podružnične podpore vključno z zneskom podpore in kratkim opisom razloga za prejeto podporo, v primeru malih in državnih skladov, padec poštene vrednosti enote premoženja pod 0,9995 dolarjev (U.S. Securities and Exchange Commission, 2014b).

Komisija za vrednostne papirje in borzo ponovno uveljavlja odpravo bonitetnih ocen. Ponovno predlagane spremembe implementirajo poglavje Zakona Dodd-Frank, ki od SEC zahteva, da v svojih predpisih odstrani kakršnokoli sklicevanje ali zanašanje na bonitetne ocene ter da vzpostavi ustrezne standarde kreditne sposobnosti namesto sklicevanja na bonitetne ocene. Spremembe pravil torej odpravljajo zahtevo po uporabi bonitetnih ocen. Namesto tega lahko sklad denarnega trga kupi vrednostni papir le, če upravni odbor sklada,

ali njegov pooblaščenec določi, da vrednostni papir predstavlja minimalno kreditno tveganje (U.S. Securities and Exchange Commission, 2014b).

#### 4.1.3 Vpliv regulatornih sprememb na vlagatelje

Dolgo pričakovane reforme skladov denarnega trga so z 2016 stopile v veljavo. Spremembe so in bodo neposredno vplivale na vlagatelje preko omejevanja okvirov delovanja prvovrstnih skladov denarnega trga ter spremenile dinamiko likvidnostnih trgov. Institucionalni vlagatelji, ki iščejo naložbe v SDT s fiksno vrednostjo sredstev, vključno s pokojninskimi načrti, dotacijami, fundacijami in oddelki za korporativno zakladništvo, so morali sredstva iz prvovrstnih skladov prenesti v državne sklade denarnega trga (Vanguard, b.l.-a). Za razliko od prvovrstnih SDT lahko državni SDT ohranijo stabilno vrednost sredstev in se izognejo uporabi likvidnostnih provizij ter omejevanju odkupov, zaradi česar so postali bolj privlačna alternativa tako za institucionalne, kot tudi za male vlagatelje. V obdobju od 2010 do 2016 so prvovrstni skladi izgubili 1,242 milijarde dolarjev sredstev v upravljanju, medtem ko so državni SDT pridobili 1,367 milijarde dolarjev sredstev v upravljanju (Investment Company Institute, 2017a). Primerjava podatkov sredstev skladov med letoma 2007 in 2016 prikazuje odziv vlagateljev na nizko donosnost trga kratkoročnega financiranja in vpeljavo striktnjših reform. Iz Tabele 4 lahko opazimo negativen vpliv dogodkov na trgu SDT, še posebej na male vlagatelje. SDT za male vlagatelje so leta 2016 v primerjavi z 2007 doživeli skoraj 20 % zmanjšanje v sredstvih, medtem ko so institucionalni skladi beležili 6,3 % zmanjšanje. Priljubljenost prvovrstnih SDT je v primerjavi z ostalimi vrstami izgubila prvo mesto in iz 60,19 % deleža sredstev padla na 13,78 % delež. Opazen je skorajda popolni prehod sredstev iz prvovrstnih v državne denarne sklade (Investment Company Institute, 2017c).

Tabela 4: Prikaz sredstev v upravljanju SDT med letoma 2007 in 2016

Vrsta vlagateljev	Skupno (v mio \$)	Prvovrstni SDT (v mio \$)	Državni SDT (v mio \$)	Davka oproščeni SDT (v mio \$)
Podatki za 2007				
Mali SDT	1.226.440	755.324	185.526	285.324
Institucionalni SDT	1.859.321	1.101.955	574.863	182.503
Podatki za 2016				
Mali SDT	986.231	252.880	185.526	126.028
Institucionalni SDT	1.741.906	123.119	1.614.549	4.238

Vir: Investment Company Institute, b.l.-b.

Sprejete reforme opozarjajo na izzive, povezane z vlaganjem in upravljanjem likvidnosti. Prilagoditve predstavljajo prelomno točko upravljanja z denarnimi sredstvi, zlasti za institucionalne vlagatelje, ki se soočajo s problemom oblikovanja učinkovite strategije upravljanja denarnih sredstev v okolju nizkih obrestnih mer in nizke donosnosti denarnih



vrednostnih papirjev (Schneider, 2014). ZDA so reformo skladov denarnega trga dočakale pred Evropo. Sprejeta pravila v ZDA predstavljajo smernice oblikovanja uredbe v Evropski uniji.

## 4.2 Pregled reforme v Evropi

Skladi denarnega trga predstavljajo 15 % velik in pomemben sektor vzajemnih skladov v Evropski uniji. So pomemben vir kratkoročnega financiranja za banke, druge finančne institucije in podjetja. Upravljajo približno 38 % trga kratkoročnih dolžniških instrumentov, ki jih izda bančni sektor EU in 22 % trga kratkoročnih dolžniških instrumentov, ki jih izda podjetniški sektor. Razpolagajo s 1000 milijardami evrov sredstev, od tega pripada 86 % celotnega EU trga skladov denarnega trga 200 največjim skladom (Evropska unija, 2017). Na podlagi pobude skupine G20 in Odbora za finančno stabilnost je Evropski parlament novembra 2012 sprejel Resolucijo o bančništvu v senci, v kateri je pozval Komisijo, naj predloži predlog s posebnim poudarkom na ureditvi SDT. Evropska komisija je septembra 2013 predstavila predlog za vzpostavitev ureditve skladov denarnega trga. Po dolgih pogajanjih v Svetu Evropske Unije sta Svet Evropske Unije in Evropski parlament dosegla politični dogovor o osnutku uredbe, izdane dne 14. 11. 2016. Sporazum je 7. 12. 2016 potrdil komite stalnih predstavnikov Evropske unije (fra. *Comité des représentants permanents*, v nadaljevanju COREPER), 16. maja 2017 je po odobritvi besedila s strani Parlamenta, Svet Evropske unije uradno sprejel Uredbo (Svet Evropske unije, b.l.-b) Uredba določa pravila in skupne standarde, s katerimi naj bi (Svet Evropske unije, b.l.-c):

- zagotovili stabilno strukturo skladov denarnega trga,
- zajamčili, da vlagajo v ustrezno diverzificirana sredstva dobre kreditne kakovosti,
- povečali likvidnost skladov denarnega trga in tako zagotovili, da se lahko odzovejo na nenadne zahteve za odkup.

Predmet zakonodajnih predlogov temelji predvsem na preureditvi skladov s konstantno neto vrednostjo sredstev (Evropski parlament, 2016). Sledi podrobnejši prikaz sprejetja dogovora o Uredbi skladov denarnega trga.

### 4.2.1 Smernice CESR o skupni opredelitvi evropskih skladov denarnega trga

V luči dogodkov na kapitalskem trgu v letu 2008 je Odbor evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (angl. *Committee of European Securities Regulators*, v nadaljevanju CESR), kasneje uradno Organ za vrednostne papirje in trge (angl. *European Securities and Markets Authority*, v nadaljevanju ESMA), sprejel odločitev, da je potrebna boljša koordinacija med člani EU v zvezi s skladi denarnega trga in izboljšano razumevanje kategorizacije denarnih skladov glede na takratno pomanjkanje usklajene opredelitve. Pregled stanja skladov denarnega trga v EU je pokazal, da se je praksa v državah članicah precej razlikovala, in sicer nekatere države članice so definicijo SDT uredile z zakonskimi

akti, v drugih državah članicah so svojo definicijo razvila kar lokalna gospodarska združenja. Po posvetovanju in nadaljnjih razpravah med člani se je CESR odločil zamenjati ime "dolgoročni sklad denarnega trga" s "sklad denarnega trga", upoštevajoč dejstvo, da izraz "dolgoročni" ni v skladu s splošno priznanim konceptom skladov denarnega trga. Smernice so tako opredelile dve kategoriji evropskih skladov denarnega trga, to sta "kratkoročni skladi denarnega trga" in "skladi denarnega trga" (Committee on European Security Regulators, 2010).

#### **4.2.2 Zelena knjiga bančništva v senci**

Evropska komisija je vsled razpravam G20 dne 19. marca 2012 v Zeleni knjigi bančništva v senci (angl. *Green Paper Shadow Banking*) poudarila pomen in nujnost ureditve naraščajočih nebančnih dejavnosti kreditnega posredništva. Dokument (Evropska komisija, 2012) predstavlja pomemben mejnik, v katerem poziva vrhovne organe EU k opredelitvi definicije bančništva v senci, njegovega delovanja, tveganj in koristi ter k vzpostavitvi primernih regulativnih ukrepov, ki bodo ustrezno reagirali na tržne pretrese. Evropska Komisija je kot prednostno nalogo opredelila podrobno preučitev in raziskavo problemov, ki jih prinašajo dejavnosti vzporednega bančnega sistema, ter identifikacijo subjektov, ki opravljajo dejavnosti nereguliranega kreditnega posredništva. Med subjekti senčnega bančništva so tako med drugim navedeni skladi denarnega trga (Evropska komisija, 2012). V odgovor Evropski komisiji na predlagano se je Evropski parlament odzval s sprejetjem Resolucije Evropskega parlamenta z dne 20. novembra 2012 o bančništvu v senci (Evropski parlament, 2012) in pozval Evropsko komisijo, naj izdela celovito oceno učinka vseh novih zakonodajnih predlogov o financiranju realnega gospodarstva in pripravi predlog uredbe skladov denarnega trga. V Resoluciji o bančništvu v senci Evropski parlament navaja, da priznava pomembno vlogo, ki jo SDT igrajo pri kratkoročnem financiranju finančnih institucij, in ugotavlja, da so določeni SDT, predvsem tisti, ki ponujajo stabilno vrednost sredstev, občutljivi na množičen beg vlagateljev in tržne pretrese ter da bi, kjer je to izvedljivo, zakonodajalci morali izvesti konverzijo v sklade z variabilno vrednostjo sredstev oz. alternativno uvesti zaščitne ukrepe za okrepitev stabilne odpornosti ter sposobnosti ublažitve množičnih odkupov (Evropski parlament, 2012).

#### **4.2.3 Predlogi uredbe o skladih denarnega trga Evropske komisije, Evropskega parlamenta in Sveta Evropske unije**

Evropska komisija je skladno z zavezo G20 svoj predlog uredbe o skladih denarnega trga objavila 4. septembra 2013 (v nadaljevanju predlog uredbe Evropske Komisije), s čimer je sprožila redni zakonodajni postopek pravne ureditve skladov denarnega trga (Evropska komisija, 2013d). Cilj predlaganega ukrepa je doseganje integritete notranjega trga, ki temelji na zagotavljanju večje zaščite vlagateljev in enakih pogojih poslovanja SDT v vseh državah članicah. Šele 26. februarja 2015 je Evropski parlament napovedal, da je njegov Odbor za ekonomske in monetarne zadeve (v nadaljevanju ECON) opravil vrsto predlaganih

sprememb, na podlagi katerih je svoj predlog uredbe (v nadaljevanju predlog uredbe Evropskega parlamenta) sprejel na plenarnem zasedanju 29. aprila 2015 (Evropski parlament, 2015b). Medtem ko si je Svet Evropske unije prizadeval za napredovanje pri dokončanju svojega predloga uredbe skladov denarnega trga (v nadaljevanju predlog uredbe Sveta Evropske unije), se je COREPER v imenu Sveta šele junija 2016 dogovoril za pogajalsko stališče (Svet Evropske unije, b.l.-b).

V nadaljevanju predstavljam tri ključna stališča oz. predloge uredbe Evropske Komisije (2013d), Evropskega parlamenta (2015b) in Sveta Evropske unije (2016), ki predstavljajo osnovo za sprejetje končne verzije Uredbe. Predlogi so razmejeni v nadaljnja tematska podglavja.

#### 4.2.3.1 *Obveznosti v zvezi z naložbenimi politikami SDT*

Pravila za obveznosti v zvezi z naložbenimi politikami upoštevajo potrebe po doseganju ravnovesja med varnostjo in zanesljivostjo denarnih skladov. Naložbene politike skladov so določene glede na posamezne vrste SDT, katerih pravne oblike se med seboj razlikujejo. V Evropi sta pred Uredbo 2017 obstajali dve glavni vrsti SDT (Svet Evropske unije, b.l.-b):

- SDT s spremenljivo neto vrednostjo sredstev, ki ponujajo odkupe ali nakupe po ceni, enaki neto vrednosti deleža sklada, in
- SDT s konstantno neto vrednostjo sredstev, ki naj bi ponujali nespremenjeno neto vrednost sredstev na enoto ali delež, pri kateri bi vlagatelji nakupovali ali odkupovali deleže.

Med postopkom sprejemanja ustrezne regulacije je bilo veliko govora o SDT s konstantno neto vrednostjo sredstev, ki naj bi v izjemnih tržnih razmerah z neenakopravnim obravnavanjem vlagateljev v finančni sistem vnašali dodatna tveganja. Za razliko od predloga uredbe Evropske komisije, sta Evropski parlament in Svet Evropske unije prenovila kategorije skladov denarnega trga. Predlog Evropskega parlamenta ohranja temeljno razvrščanje denarnih skladov med dve glavni skupini skladov, to so skladi z variabilno vrednostjo sredstev in skladi s konstantno vrednostjo sredstev z opombo, da so se skladi s konstantno vrednostjo sredstev razmejili v naslednje tri vrste (Evropski parlament, 2015b):

- **SDT KNVS za male vlagatelje** je SDT, ki omogoča vpis samo dobrodelnim organizacijam, neprofitnim organizacijam, javnim organom in javnim ustanovam.
- **SDT KNVS za naložbe v instrumente javnega dolga** je SDT, ki vlaga 99,5 % svojih sredstev v instrumente javnega dolga.
- **Sklad denarnega trga z manjšim nihanjem neto vrednosti sredstev** (v nadaljevanju SDT z manjšim nihanjem NVS, SDT MNNVS) je SDT, ki lahko konstantno neto vrednost sredstev prikazuje samo pod določenimi pogoji. Evropski parlament je nadalje predlagal, da naj bi dovoljenja, izdana SDT MNNVS, po petih letih zastarala, bi pa

lahko Evropska komisija preučila možnost omogočanja dovoljenja uporabe po obdobju 5 let.

Svet Evropske unije se je s smerjo predloga Evropskega parlamenta glede kategorizacije skladov v glavnem strinjal. Nov element predloga uredbe, ki jo je Svet Evropske unije vpeljal, je uvedba stalne, ne začasne, kategorije sklada denarnega trga z manjšim nihanjem neto vrednosti sredstev, ki naj bi postopoma zamenjala večino obstoječih skladov s konstantno vrednostjo sredstev. Samo dvema vrstama SDT KNVS bi bilo dovoljeno, da še naprej delujejo v okviru SDT KNVS (Svet Evropske unije, 2016):

- SDT KNVS za naložbe v instrumente javnega dolga;
- SDT z manjšim nihanjem neto vrednosti sredstev, ki lahko konstantno neto vrednost sredstev prikazuje pod določenimi pogoji.

Ključna vsebina predlogov uredbe se na področju obveznosti v zvezi z naložbenimi politikami SDT osredotoča predvsem na določitev upravičenih naložbenih sredstev, pravil o razpršenosti naložb, koncentraciji in sestavi portfelja. Podrobnejši pregled zakonskih določil je prikazan v Prilogi 3, sledi pregled ključnih elementov predlogov.

Med upravičena finančna sredstva se v glavnem uvrščajo instrumenti denarnega trga, depoziti pri kreditnih institucijah, izvedeni finančni instrumenti, pogodbe o povratni prodaji in pogodbe o povratnem nakupu ter primerni izvedeni finančni instrumenti, ki se uporabljajo izključno za namene zavarovanja pred tveganji. Predlog Evropskega parlamenta dopušča manj naložbenih možnosti, medtem ko predlog Sveta Evropske unije med primerne naložbe uvršča tudi upravičene listinjene vrednostne papirje in komercialne zapise s premoženjskim kritjem ter uvaja možnost, da SDT vlagajo v druge SDT in držijo dodatna likvidna sredstva (angl. *ancillary liquid assets*) (Evropski parlament, 2015b).

Predlogi uredbe prevzemanje tveganj dodatno omejujejo z zmanjšanjem tveganja nasprotne strani na način, da se za portfelj SDT predvidi uporaba jasnih zahtev diverzifikacije. Pravila diverzifikacije so določena za izpostavljenost do instrumentov denarnega trga istega izdajatelja, depozitov, sklenjenih pri isti kreditni instituciji, listinjenj, nasprotne stranke, ki izhaja iz poslov z izvedenimi finančnimi instrumenti OTC in pogodb o začasnem odkupu. Zaradi skrbnega in varnega poslovanja ter izogibanja znatnemu vplivanju SDT na upravljanje posameznega izdajatelja, se je treba izogibati presežni koncentraciji investiranja SDT v naložbe, ki jih izda isti izdajatelj. Predlogi uredbe določajo najvišjo mejo lastniškega deleža, ki ga lahko ima SDT pri posameznem izdajatelju. Evropska komisija in Svet Evropske unije predlagata, da SDT ne sme vložiti več kot 10 % svojih sredstev v instrumente denarnega trga posameznega izdajatelja. Evropski parlament višino koncentracije poostreje na 5 % (Evropska komisija, 2013d; Evropski parlament, 2015b; Svet Evropske unije, 2016).

Pri izbiri primernih naložb za SDT se družbe za upravljanje pogosto slepo zanesejo na bonitetno oceno posameznega vrednostnega papirja. Da bi se upravitelji skladov izognili sistematičnemu zanašanju na zunanje bonitetne ocene in uporabi različnih ocenjevalnih meril za vrednotenje kreditne kakovosti, je bistveno, da družbe za upravljanje vzpostavijo postopek notranjega ocenjevanja, ki temelji na preudarnih, sistematičnih in ustaljenih metodologijah razvrščanja. Vsakemu izdajatelju instrumenta denarnega trga, v katerega namerava SDT vložiti, se mora dodeliti notranja bonitetna ocena. Družba za upravljanje določi notranje postopke za spremljanje učinka sprememb makroekonomskih razmer, razmer na finančnih trgih ali posebnih pogojev izdajatelja na notranje bonitetne ocene. Svet nadalje določa, da se dokumentacija notranje ocene kreditnega profila hrani vsaj tri celotna obračunska obdobja (Evropska komisija, 2013d; Svet Evropske unije 2016).

#### 4.2.3.2 *Obveznosti v zvezi z obvladovanjem tveganj*

Obvladovanje tveganj SDT se nanaša predvsem na notranje dejavnike, kot je sestava in struktura portfelja, vrednotenje, poznavanje vedenja vlagateljev. Predlogi uredbe opredeljujejo kratkoročne SDT in standardne SDT z novimi pravili glede tehtane povprečne zapadlosti in tehtanega povprečnega trajanja (Evropska komisija, 2013d):

- Portfelji kratkoročnih SDT morajo vzdrževati tehtano povprečno zapadlost (v nadaljevanju WAM), ki ne presega 60 dni in tehtano povprečno trajanje (v nadaljevanju WAL), ki ne presega 120 dni.
- Portfelji standardnih SDT morajo imeti tehtano povprečje zapadlosti, ki ne presega 6 mesecev in tehtano povprečno trajanje, ki ne presega 12 mesecev.

Določila glede sestave dnevno in tedensko zapadlih sredstev, ki so natančneje opredeljena v Prilogi 3, se med predlogi razlikujejo. Evropski parlament je zavzel stališče poostrovanja omejitev, Svet Evropske unije zmanjševanja omejitev (Evropski parlament, 2015b; Svet Evropske unije 2016).

Naslednje obveznosti v zvezi z obvladovanjem tveganj se nanašajo na vrednotenje vrednosti sredstev denarnih skladov, ki so zaradi svoje specifičnosti dvignile veliko prahu. Evropska komisija, Evropski parlament in Svet Evropske unije se z določitvami izražanja vrednosti sredstev strinjajo. Predlogi uredbe vsebujejo podrobne določbe za vrednotenje sredstev denarnih skladov. SDT VNVS morajo svoja sredstva vrednotiti vsaj enkrat dnevno po tekočih tržnih cenah (Evropska komisija, 2013d). Rezultati vrednotenja morajo biti dnevno objavljeni na spletni strani sklada. Kadar vrednotenje po tekočih tržnih cenah ni mogoče ali podatki niso dovolj kakovostni, se sredstva vrednotijo z uporabo internega modela. Interni model ne sme temeljiti na uporabi metode odplačne vrednosti. Model vrednotenja z metodo odplačne vrednosti lahko uporabljajo samo skladi s konstantno vrednostjo sredstev v primeru, da so izpolnjeni vsi navedeni pogoji (Svet Evropske unije 2016):

- Sklad lahko uporablja metodo odplačne vrednosti za vrednotenje sredstev s preostalo zapadlostjo manj kot 90 dni. Vsa sredstva, ki presegajo zapadlost do 90 dni, se vrednotijo po modelu tekočih cen;
- Skladi morajo pri vrednotenju svoja sredstva zaokrožiti na dve decimalni mesti v primeru, da konstantna NVS ne odstopa od dejanske NVS za več kot 20 bazičnih točk, sicer se vrednotena sredstva zaokrožijo na štiri decimalna mesta;
- Enote sklada se lahko kupijo in odkupijo po konstantni NVS pod pogojem, da konstantna NVS ne odstopa od svoje dejanske NVS za več kot 20 bazičnih točk;
- Enote sklada se kupijo ali odkupijo po dejanski NVS, ki se mora zaokrožiti na 4 decimalna mesta, če konstanta NVS odstopa od dejanske čiste vrednosti za več kot 20 bazičnih točk;
- Potencialne vlagatelje je treba pred sklenitvijo pogodbe jasno opozoriti na okoliščine, v katerih sklad ne bo izplačal ali prodal sredstev po konstantni NVS;
- Razliko med stalno in dejansko NVS je potrebno nenehno spremljati in dnevno objavljati na spletni strani SDT.

Med pomembne vidike tveganja skladov sodijo tudi vlagatelji, ki s svojim vedenjem v izjemnih tržnih razmerah skladom povzročajo skrbi vzdrževanja vrednosti sklada. Politika poznavanja lastnih strank od upravitelja SDT zahteva, da opravi skrbni pregled vlagateljev, preuči njihove potrebe, vedenje, delež sredstev ter uporablja postopke, ki pravilno predvidijo vpliv sočasnih odkupov več investitorjev. Upravitelj SDT mora zagotoviti, da potencialni odkup vlagatelja nima bistvenega vpliva na likvidnostni profil SDT. Svet Evropske unije v svojem osnutku nadalje predlaga, da se med dejavnike vedenja vlagateljev upošteva vrsta investitorja, število enot premoženja posameznega vlagatelja in razvoj prilivov in odlivov ter da se dodatni dejavniki (vzorci denarne potrebe vlagateljev, vzorci glede tipa vlagatelja, vlagateljeva nenaklonjenost tveganju, stopnja korelacije ali tesnih povezav med vlagatelji) pregledajo le, ko vrednost enote premoženja posameznega vlagatelja presega 10 % celotne vrednosti sredstev sklada. Ob politiki poznavanja lastnih strank bodo morali SDT izvajati postopke testiranja izjemnih situacij, ki naj bi omogočali odkrivanje mogočih dogodkov ali prihodnjih sprememb v gospodarstvu, ki bi lahko imeli negativen vpliv na SDT. Testi izjemnih situacij se izvajajo tako pogosto, kot določi upravni odbor sklada denarnega trga, vendar vsaj enkrat letno. Poročilo oz. izid testiranja se predloži pristojnim organom, ki ga posredujejo organu ESMA. Scenariji, ki se testirajo, vključujejo hipotetične spremembe na ravni likvidnosti sredstev, kreditnega tveganja, ravni odkupov, gibanja obrestnih mer in, v primeru SDT KNVS, razliko med konstantno in tržno NVS. Ob rezultatih testiranja, ki razkrivajo kakršnokoli ranljivost, mora uprava SDT sprejeti ukrepe za krepitev stabilnosti SDT (Evropski parlament, 2015b).

Zadnji del obvladovanja tveganj se nanaša na bonitetne ocene skladov denarnega trga. Skladi denarnega trga so mnogokrat ocenjeni s strani bonitetnih agencij. Med pogajanjem med zakonodajnimi telesi je bilo izpostavljenih mnogo dilem v zvezi z dopuščanjem, da so SDT predmet bonitetnega ocenjevanja. Močan pomislek je bil, da bonitetne agencije s spremembo

bonitetne ocene sprožijo paniko na trgih, ki lahko rezultira v množičnem begu vlagateljev. Mnenja so precej deljena. Evropska komisija je zavzela stališče prepovedi naročanja ali financiranja zunanjih bonitetne ocene, medtem ko sta Evropski parlament in Svet Evropske unije uporabo zunanjih bonitetnih ocen SDT dovolila. Prepoved bonitetne ocene naj bi bila v nasprotju z načeli preglednosti in učinkovitosti, ki bi škodovala popolni informiranosti vlagateljev. Svet Evropske unije nadalje zahteva, da se mora podatek, da SDT ali DZU financira bonitetno agencijo, jasno navesti v prospektu sklada in v vsej komunikaciji z vlagatelji, kjer je ocena omenjena, in sicer potrebno je navesti, da je bila ocena naročena oz. sofinancirana s strani SDT (Evropska komisija, 2013d; Evropski parlament, 2015b; Svet Evropske unije 2016).

#### 4.2.3.3 *Posebne obveznosti za SDT KNVS*

Skladi s konstantno vrednostjo sredstev predstavljajo temelj sprememb za panogo denarnih skladov. Predlogi uporabe in delovanja SDT KNVS so se precej razlikovali. Predlagana uredba Evropske komisije predlaga varovalni mehanizem kapitalski blažilnik in določa, da lahko samo skladi, ki vzpostavljajo in ves čas vzdržujejo kapitalsko rezervo, t. i. kapitalski blažilnik v višini 3 % skupne vrednosti sredstev v upravljanju, delujejo kot skladi s konstantno NVS. Blažilnik se uporablja samo za odpravljanje razlik med konstantno NVS in tržno NVS. Sestavljen mora biti zgolj iz denarja in denarnih ekvivalentov ter hranjen na zaščitnem rezervnem računu v imenu sklada. Pozitivna razlika se knjiži v dobro rezervnega računa, negativna razlika se knjiži v breme rezervnega računa. Vzpostavljen mora biti postopek stopnjevanja, ki zagotavlja, da negativno razliko pravočasno obravnavajo osebe, pooblašene za delovanje v imenu sklada. Kapitalski blažilnik je potrebno dopolniti, kadar pade pod prag 3 %. Če višina blažilnika pade pod 3 % in en mesec ostane 10 bazičnih točk pod 3 %, sklad preneha delovati kot SDT KNVS in se pretvori v SDT VNVS. SDT KNVS morajo v svojih ustavnih dokumentih zagotoviti jasne postopke za pretvorbo v SDT z variabilno vrednostjo sredstev. Predlagana uredba določa obdobje za obstoječe SDT KNVS glede oblikovanja kapitalskega blažilnika ob sprejetju novih predpisov. Sklad mora oblikovati blažilnik, ki znaša vsaj (Evropska komisija, 2013d):

- 1 % celotne vrednosti sredstev v enem letu od začetka veljavnosti predlagane uredbe;
- 2 % v dveh letih in
- 3 % v treh letih.

Predlog s strani Evropskega parlamenta za sklade s konstantno vrednostjo sredstev ukinja kapitalski blažilnik in namesto tega po vzoru ameriške ureditve SDT uvaja provizije za likvidnost in začasno prekinitve odkupov. Družba za upravljanje mora vzpostaviti, izvajati in dosledno uporabljati določila postopka ocenjevanja in določanja zahtevanih tedenskih likvidnostnih mej. V primeru padca tedenske ravni likvidnost sredstev se sme upravitelj sklada odločiti za uporabo provizij za likvidnost in začasne prekinitve odkupov. Kadar delež tedensko zapadlih sredstev pade pod 30 % skupnih sredstev SDT, mora upravitelj obvestiti

upravni odbor sklada, ki izvede dokumentirano oceno stanja ter ob upoštevanju interesov vlagateljev določi ustrezen način ravnanja. Uporabi lahko naslednje ukrepe (Evropski parlament, 2015b):

- likvidnostne provizije v primeru odkupov, ki odražajo realne stroške doseganja likvidnosti sklada in zagotovilo, da vlagatelji, ki ostanejo v skladu, ne bodo v slabšem položaju, ko drugi vlagatelji unovčijo svoje enote ali delnice;
- začasno prekinitev odkupov, ki omejuje dnevno količino enot premoženja sklada v višini do 10 % za katerokoli obdobje do skupno 15 delovnih dni;
- odložitev možnosti odkupov oz. izplačila do 15 delovnih dni ali
- ni takojšnjega ukrepanja.

V primeru, da delež tedensko zapadlih sredstev pade pod 10 % skupnih sredstev SDT, mora upravitelj obvestiti upravni odbor sklada, ki lahko uporabi naslednje ukrepe (Evropski parlament, 2015b):

- likvidnostne provizije v primeru odkupov, ki odražajo realne stroške doseganja likvidnosti sklada in zagotovilo, da vlagatelji, ki ostanejo v skladu, ne bodo v slabšem položaju, ko drugi vlagatelji unovčijo svoje enote ali delnice;
- odložitev možnosti odkupov oz. izplačila do 15 delovnih dni.

Podoben predlog Evropskemu parlamentu z rahlimi spremembami je imel tudi Svet Evropske unije. Portfelj SDT KNNVS in MNNVS mora sestavljati vsaj 30 % tedensko zapadlih sredstev, kadar pa neto dnevni odkupi na en delovni dan presegajo 10 % celotnih sredstev sklada, mora upravitelj sklada obvestiti upravni odbor, ki izvede dokumentirano analizo stanja in se odloči za enega izmed naslednjih ukrepov (Svet Evropske unije, 2016):

- Likvidnostne provizije v višini 2 % vrednosti odkupa;
- Začasno prekinitev odkupov, ki omejuje dnevno količino enot premoženja sklada v višini do 10 % vseh enot sklada za katerokoli obdobje do skupno 15 delovnih dni;
- Odložitev možnosti odkupov oz. izplačila do 15 delovnih dni;
- Ni takojšnjega ukrepanja.

V primeru, da delež tedensko zapadlih sredstev pade pod 10 % skupnih sredstev SDT, mora upravitelj obvestiti upravni odbor sklada, ki lahko uporabi naslednje ukrepe (Svet Evropske unije, 2016):

- Likvidnostne provizije v višini minimalno 1 % in maksimalno 2 % na odkupe;
- Odložitev možnosti odkupov oz. izplačila do 15 delovnih dni.

Svet Evropske unije nadalje predlaga, da, če skupno gledano v roku 90 dni prekinitev izplačil presega 15 dni, SDT KNVS ali SDT MNNVS samodejno postane SDT VNVS in mora



prenehati z uporabo metode odplačne vrednosti. O spremembi mora nemudoma obvestiti vsakega vlagatelja v pisni obliki (Svet Evropske unije, 2016).

#### 4.2.3.4 Obveznosti v zvezi z enako obravnavo vlagateljev

Predmet številnih razprav in ena izmed ključnih vidikov ureditve skladov denarnega trga je zunanja podpora. Zunanja podpora je podpora s strani tretje strani oz. sponzorja sklada, ki vključuje (Evropska komisija, 2013d):

- dokapitalizacijo;
- nakup sredstev po višji ceni;
- nakup enot ali deležev za zagotavljanje likvidnosti sklada;
- izdajo kakršnegakoli zavarovanja, jamstva v korist SDT;
- kakršenkoli ukrep, katerega cilj je ohraniti profil likvidnosti in NVS na enoto ali delež.

Namen zunanje podpore je ohranjanje likvidnosti ali stabilnosti. Tretje strani, ki zagotavljajo tako podporo, jo zagotavljajo, ker imajo gospodarski interes v družbi za upravljanje in ker se želijo izogniti kakršni koli škodi, ki bi jo utrpel njihov ugled, če bi bilo njihovo ime povezano s propadom SDT. Ker se tretje strani izrecno ne zavežejo k zagotavljanju podpore in ne jamčijo zanjo, ni jasno, ali bo taka podpora zagotovljena tudi, ko jo SDT potrebuje. V takih razmerah diskrecijska narava sponzorske podpore prispeva k negotovosti med udeleženci na trgu glede vprašanja, kdo bo nosil izgube SDT, ko pride do njih. Evropska komisija je zunanjo obliko dovolila v obliki kapitalske rezerve z blažilnikom NVS. Standardnim skladom je zunanjo podporo prepovedala, razen v izjemnih okoliščinah, ki jih upravičujejo sistemske posledice ali neugodni tržni pogoji. Za razliko od predloga Evropske komisije sta Evropski parlament in Svet Evropske unije zunanjo podporo strogo prepovedala (Evropska komisija, 2013d; Evropski parlament, 2015b; Svet Evropske unije 2016).

Za enakopravnejšo obravnavo vlagateljev in popolno informacijsko obveščenost, ki je pred prenovno zakonodaje zagotovo manjkala, je Evropska komisija (Evropska komisija, 2013d) opredelila splošne postopke za zagotovitev preglednosti. Vsak SDT mora jasno navesti, ali deluje kot kratkoročni ali standardni SDT, v vsakem notranjem ali zunanjem dokumentu, poročilu, izjavi, oglaševanju, pismu ali kateremkoli drugem pisnem gradivu, izdanem s strani sklada, ki je naslovljen oz. namenjen podajanju informacij delničarjem, potencialnim vlagateljem ali pristojnim organom. Vodstvo sklada mora pristojnemu organu četrtletno poročati o vrsti in značilnosti sklada, vrednosti sredstev, tehtanem povprečnem trajanju in tehtani povprečni zapadlosti, donosu, likvidnosti, rezultatih stresnih testiranj, velikosti blažilnika, informacijah o sredstvih portfelja in informacije o obveznostih sklada (investitorjih, vpisih, odkupih ipd.). Na podlagi smernic Komisije je Evropski parlament predlagal konkretnjša in bolj podrobna razkritja na tedenski ravni, in sicer (Evropski parlament, 2015b):

- vsi SDT morajo vlagateljem tedensko pošiljati naslednje informacije: likvidnostni profil, kreditni profil in sestavo portfelja, tehtano povprečno zapadlost in trajanje, kumulativno koncentracijo petih največjih vlagateljev;
- SDT KNVS za male vlagatelje, SDT KNV javnega dolga in SDT z manjšim nihanjem NVS morajo dodatno objavljati skupno vrednost sredstev, razčlenitev strukture dospelosti sklada, delež sredstev, ki zapadejo v enem dnevu, delež sredstev, ki zapadejo v enem tednu, neto donos, okvirno tržno vrednost sredstev, zaokroženo na štiri decimalna mesta na dnevni rani, podrobnosti sredstev portfelja in objavo NVS na spletni strani.

Sklad denarnega trga mora redno objavljati osnovne informacije o deležu celotnega portfelja, ki je sestavljen iz (Evropski parlament, 2015b):

- instrumentov denarnega trga, katerih izdajatelj je sponzor sklada;
- listinjenih vrednostnih papirjev, katerih izdajatelj je sponzor sklada;
- denarnih depozitov pri sponzorju sklada, če je sponzor kreditna institucija;
- izpostavljenosti transakcijam izvedenih finančnih instrumentih OTC, kjer je nasprotna stranka sponzor sklada.

V primeru, da sponzor sklada nastopa tudi kot vlagatelj, mora sklad razkriti skupno vrednost sredstev, ki jih je sponzor investiral, in sprotno objavljati kakršnekoli spremembe sponzorjevega deleža v skladu (Evropski parlament, 2015b).

#### **4.2.4 Primerjava stališč**

Predlagane uredbe s strani evropskih zakonodajnih organov predstavljajo bistveno spremembo sedanjega regulativnega režima SDT. Glavne točke zajemajo uvedbo novih kategorij skladov denarnega trga, ki vodijo v ukinjanje skladov s konstantno vrednostjo sredstev oz. v poostrovanje pogojev njihovega obstoja. Predstavljeni so novi zaščitni mehanizmi kapitalski blažilnik, provizije za likvidnost in začasno omejevanje odkupov. Posebna pozornost gre kapitalskemu blažilniku, ki je bil predmet številnih razprav ter sta ga Evropski parlament in Svet Evropske unije črtala iz svojih predlogov. Izraženi so bili predvsem pomisleki glede učinka na gospodarstvo ter dobičkonosnosti in uporabnosti SDT ob vpeljavi takšne zahteve. Poostriale so se tudi omejitve za večjo likvidnost in boljšo diverzifikacijo portfeljev SDT. Ameriška Komisija za vrednostne papirje in borzo se je v nedavno sprejeti zakonodaji izognila uvedbi kapitalskih rezerv in obvezni konverziji vseh skladov v sklade z variabilno vrednostjo sredstev. Industrija zavzema stališče za globalni pristop k ureditvi SDT. Pomanjkanje doslednosti med regulacijo SDT in EU naj bi imelo negativne vplive predvsem zaradi izkoriščanja regulatorne arbitraže (Evropski parlament, 2015b).

#### 4.2.5 Sprejeta Uredba o skladih denarnega trga

Decembra 2016 je Odbor stalnih predstavnikov v imenu Sveta Evropske unije sklenil sporazum z Evropskim parlamentom. Dosežen dogovor naj bi bil mejnik ureditve bančnega sektorja v senci, ki naj bi pripomogel k večji stabilnosti evropskega finančnega trga. Parlament je Uredbo o skladih denarnega trga odobril 5. aprila 2017, ta je bila zatem predložena v sprejetje Svetu Evropske unije in bila sprejeta 16. maja 2017 (Evropski parlament & Svet Evropske unije, 2017). Namen Uredbe je predvsem zagotavljanje nemotenega delovanja kratkoročnega financiranja s strani skladov denarnega trga in ohranjanje pozitivnih lastnosti tovrstnega financiranja (Svet Evropske unije, b.l.-b).

Uredba temelji na predlogu Sveta Evropske unije z malenkostnimi dopolnitvami in spremembami. Glavnina prenove ureditve skladov denarnega trga zajema prenovo kategorizacije skladov, naložbene politike in likvidnostnih določil. Uredba SDT bo veljala za vse SDT (kolektivne naložbene podjeme za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (v nadaljevanju KNPVP) in alternativne investicijske sklade (v nadaljevanju AIS)), ki imajo sedež, so upravljani ali se tržijo v Evropski uniji. Oznaka sklad denarnega trga ali SDT bo avtomatično sprožila obvezno skladnost z Uredbo. Skladi denarnega trga bodo razvrščeni v dve vrsti skladov, med kratkoročne denarne sklade in standardne denarne sklade (Evropski parlament & Svet Evropske unije, 2017). V okviru navedenih kategorij, bodo na voljo so tri strukturne možnosti, predstavljene v Tabeli 5.

*Tabela 5: Nova struktura SDT v EU*

<b>Struktura SDT</b>	<b>Kratkoročni SDT</b>	<b>Standardni SDT</b>
Skladi denarnega trga s konstantno neto vrednostjo sredstev za naložbe v instrumente javnega dolga	X	
Skladi denarnega trga z manjšim nihanjem neto vrednosti sredstev (MNNVS)	X	
Skladi denarnega trga s spremenljivo vrednostjo sredstev	X	X

*Vir: BNY Mellon, EU Money Market Fund Reform: An Overview, 2017, str. 1.*

SDT s konstantno vrednostjo sredstev se bodo odslej imenovali skladi denarnega trga s konstantno neto vrednostjo sredstev za naložbe v instrumente javnega dolga in bodo morali večino sredstev vlagati v javni dolg. Skladi, ki trenutno prikazujejo konstantno neto vrednost sredstev in ki večine svojega premoženja ne vlagajo v državne dolžniške instrumente, bodo imeli možnost delovati pod novo, stalno kategorijo, kot skladi denarnega trga z manjšim nihanjem neto vrednosti sredstev (SDT MNNVS). SDT z manjšim nihanjem vrednosti sredstev bodo postopoma nadomestili večino obstoječih SDT KNVS, ki se bodo morali v 24 mesecih po začetku veljavnosti Uredbe preoblikovati v SDT MNNVS. SDT MNNVS bo dovoljeno, da v omejenem obsegu in pod strogimi pogoji nudijo konstantno neto vrednost sredstev (Evropski parlament & Svet Evropske unije, 2017).

Za obe kategoriji skladov s konstantno vrednostjo sredstev bodo veljale okrepljene likvidnostne zahteve in zaščitni mehanizmi, s katerimi naj bi bil odziv na nenadne zahteve za odkup manj zapleten. Zaščitna mehanizma sta provizije za likvidnost ter začasna omejitev odkupov, katerih sprožilca so tedenska likvidna sredstva in dnevni obseg odkupov. Delovanje varovalnih mehanizmov poteka na naslednji način. V primeru, da delež sredstev skladov s konstantno vrednostjo sredstev sestavlja manj kot 30 % tedensko zapadlih sredstev in kadar neto dnevni odkupi v enem delovnem dnevu presegajo 10 % celotnih sredstev sklada, mora upravitelj sklada obvestiti upravni odbor, ki izvede dokumentirano analizo stanja in se odloči za enega ali več spodaj navedenih ukrepov (Evropski parlament & Svet Evropske unije, 2017):

- Uvedba provizij za likvidnost v višini 2 % vrednosti odkupa;
- Začasna prekinitvev odkupov, ki omejuje dnevno količino enot premoženja sklada v višini do 10 % vseh enot sklada za katerokoli obdobje do skupno 15 delovnih dni;
- Odložitev možnosti odkupov oz. izplačila do 15 delovnih dni;
- Ni takojšnjega ukrepanja (Evropski parlament & Svet Evropske unije, 2017).

V primeru, da delež tedensko zapadlih sredstev pade pod 10 % skupnih sredstev SDT, mora upravitelj obvestiti upravni odbor sklada, ki je obvezan k uporabi enega ali več spodaj navedenih ukrepov (Evropski parlament & Svet Evropske unije, 2017):

- Provizije za likvidnost, ki ustrezno odražajo strošek za doseganje likvidnosti SDT in zagotavljajo, da vlagatelji, ki v skladu ostanejo, niso nepošteno prikrajšani;
- Odložitev možnosti odkupov oz. izplačila do 15 delovnih dni.

Če v roku 90 dni, prekinitvev izplačil presega 15 dni, SDT KNVS ali SDT MNNVS samodejno postane SDT VNVS in mora prenehati z uporabo metode odplačne vrednosti (Evropski parlament & Svet Evropske unije, 2017).

Za ohranitev integritete in stabilnosti notranjega trga je Uredba določila pravila o sestavi portfelja SDT, prikazana v Tabeli 6.

Tabela 6: Sestava portfelja SDT, skladna z uredbo 2017

Področje	Kratkoročni SDT			Standardni SDT
	KNVS javnega dolga	MNNVS	VNVS	VNVS
Maksimalna zapadlost sredstev	397 dni	397 dni	397 dni	24 mesecev
WAM	60 dni	60 dni	60 dni	6 mesecev
WAL	120 dni	120 dni	120 dni	12 mesecev
Minimalni delež dnevno zapadlih sredstev (v %)	10,0	10,0	7,5	7,5
Minimalni delež tedensko zapadlih sredstev (v %)	30,0	30,0	15,0	15,0
Maksimalna koncentracija na posameznega izdajatelja (v %)	10,0	10,0	10,0	10,0

Vir: Prirejeno po Evropski parlament & Svet Evropske unije, Regulation of the European Parliament and of the Council on money market funds, 2017.

Za zagotovitev integritete SDT in omejitve finančnih transakcij, ki bi ogrozile naložbeno strategijo in cilje denarnih skladov, Uredba opredeljuje naslednja naložbena sredstva kot upravičena (Evropski parlament & Svet Evropske unije, 2017):

- instrumenti denarnega trga vključno s finančnimi instrumenti, ki jih ločeno ali skupaj izdajo in zanje jamčijo nacionalni, regionalni in lokalni upravni organi držav članic ali njihove centralne banke, institucije Unije, njeni organi, uradi ali agencije, ki med drugim vključujejo Evropsko centralno banko ali Evropsko investicijsko banko, Evropski investicijski sklad, novi evropski sklad za strateške naložbe ali Evropski mehanizem za stabilnost, Mednarodni denarni sklad, Mednarodno banko za obnovo in razvoj, Razvojno banko Sveta Evrope ter Evropsko banko za obnovo in razvoj.
- primerni listinjeni vrednostni papirji in komercialni zapisi s premoženjskim kritjem;
- depoziti pri kreditnih institucijah;
- izvedeni finančni instrumenti;
- pogodbe o začasnem odkupu in o začasni prodaji, pod določenimi pogoji;
- enote ali deleži drugih SDT.

Zaradi skrbnega in varnega poslovanja ter izogibanja znatnemu vplivanju SDT na upravljanje, je Uredba zavzela stališče poostrovanja omejitev glede razpršenosti naložb. Določbe so naslednje (Evropski parlament & Svet Evropske unije, 2017):

- 5 % omejitev sredstev v instrumente denarnega trga, listinjene vrednostne papirje na posameznega izdajatelja;
- poostrovanje omejitve iz 15 % na 10 % celotnih sredstev v depozite pri isti kreditni instituciji, razen če je struktura bančnega sektorja v državi članici, v kateri ima SDT sedež, takšna, da ni dovolj primernih kreditnih institucij, da bi lahko sklad izpolnjeval takšne diverzifikacijske omejitve, in obenem ni ekonomsko izvedljivo, da sklad položi depozit v drugi državi članici. V tem primeru je omejitev 15 %;
- poostrovanje omejitve skupne izpostavljenosti do listinjenih vrednostnih papirjev, ki se iz 20 % omejitve zniža na 15 %;
- skupni znesek denarnih sredstev, namenjenih posamezni nasprotni stranki v poslih s pogodbami o povratni prodaji, ne sme preseči 15 % sredstev SDT;
- ne glede na posamezne omejitve sklad denarnega trga ne sme kombinirati karkoli od naslednjega, če bi to vodilo do izpostavljenosti več kot 15 % sredstev do posameznega izdajatelja:
  - o naložb v instrumente denarnega trga, ki jih izda posamezni izdajatelj,
  - o depozitov, izdanih s strani posameznega izdajatelja,
  - o OTC izvedenih finančnih instrumentov, ki dajejo izpostavljenost tveganju nasprotne stranke do posameznega izdajatelja;
- omejitev naložb v druge SDT v višini 17,5 % z varovalom, ki preprečuje „krožna“ vlaganja.

Svet Evropske unije in Evropski parlament sta po predlogu Evropske komisije, ki prepoveduje financiranje zunanje bonitetne ocene, zavzela stališče mednarodnih organov, Mednarodnega združenja nadzornikov trga vrednostnih papirjev in Odbora za finančno stabilnost, da bonitetne ocene ni primerno izrecno izvzeti za noben produkt, vključno s SDT. Skladi denarnega trga morajo tako zagotoviti ustrezne postopke za določanje kreditne kakovosti instrumentov, v katera nameravajo vložiti in se izogibati prekomerni odvisnosti od bonitetnih ocen (Evropski parlament & Svet Evropske unije, 2017).

Zunanjo podporo za SDT, katere namen je ohranjanje likvidnosti ali stabilnosti, Uredba z naslednjim pojasnilom prepoveduje. Tretje strani sponzorsko podporo zagotavljajo, ker imajo gospodarski interes v družbi za upravljanje, ki upravlja SDT, ali ker se želijo izogniti kakršnikoli škodi, ki bi očrnila njihov ugled. Ker se tretje strani izrecno ne zavežejo k zagotavljanju podpore in ne jamčijo zanjo, ni jasno, ali bo takšna podpora zagotovljena tudi, ko jo SDT potrebuje. V tovrstnih razmerah diskrecijska narava sponzorske podpore prispeva k negotovosti med udeleženci na trgu glede vprašanja, kdo bo nosil izgube SDT, ko pride do njih. Zaradi te negotovosti so SDT še bolj ranljivi na beg vlagateljev v obdobjih finančne nestabilnosti. Nudenje takšne podpore naj bi povečalo tveganje za razširitev negativnih vplivov v finančnem sektorju (Evropski parlament & Svet Evropske unije, 2017).

Dogovor vsebuje tudi klavzulo o pregledu, v skladu s katero mora Evropska komisija predložiti poročilo po petih letih vpeljave Uredbe in poročati o delovanju skladov denarnega

trga s konstantno vrednostjo sredstev ter izraziti mnenje, ali bi bile potrebne nadaljnje spremembe regulacije za sklade denarnega trga s konstantno neto vrednostjo sredstev (Evropski parlament & Svet Evropske unije, 2017).

### **4.3 Vpliv Uredbe na panogo skladov denarnega trga v EU**

Dogodki med finančno krizo so poudarili več značilnosti SDT, zaradi katerih imajo lahko skladi denarnega trga široke makroekonomske posledice. Za ohranitev integritete in stabilnosti notranjega evropskega trga je EU sprejela pravila v zvezi z delovanjem SDT, katerih namen je bil povečati odpornost SDT na tržne pretrese ter omejiti kanal razširitve negativnega vpliva, kar bi okrepilo stabilnost SDT kot vir kratkoročnega financiranja v Evropski uniji. Z drugimi besedami, namen vzpostavitve dodatne regulacije bančništva v senci je bil utrditi finančno stabilnost Evropske unije (Svet Evropske unije, b.l.-b).

Po več letih političnih pogajanj in lobiranja bo v panogi skladov denarnega trga končno prišlo do sprememb. Reforma skladov denarnega trga bo v Evropski uniji začela veljati konec leta 2018 oz. v začetku leta 2019. Najopaznejše spremembe glede na prvotne predloge so uvedba SDT z manjšim nihanjem vrednosti sredstev, prepoved sponzorske podpore, ohranitev bonitetnih ocen za SDT in vpeljava varovalnih mehanizmov.

Glede na raziskavo JP Morgan Chase & Co. (2017), ki je anketirala skupno 378 podjetij iz vsega sveta s sredstvi v upravljanju v višini 1,2 bilijona dolarjev, namerava več kot polovica evropskih udeležencev ankete spremeniti svojo naložbeno politiko. Skoraj 60% ali 75 od 129 evropskih podjetij, ki so sodelovale v raziskavi JP Morgan Chase & Co. (2017), je dejalo, da bi lahko nova pravila povzročila spremembo alokacije denarnih sredstev. V skupino je bilo vključenih 42 podjetij z denarnimi sredstvi, ki presegajo 5 milijard dolarjev in 36 podjetij z denarnimi sredstvi med 1 in 5 milijardami dolarjev. Pričakuje se, da bodo spremembe v Evropi manj dramatične kot reforme, ki so v ZDA začele veljati oktobra 2016, ker se bo uporaba likvidnostnih provizij in omejitev odkupov nanašala na vse sklade denarnega trga, za razliko od ZDA, ki se je nanašala le na prvovrstne in davka oproščene sklade. Uredba SDT EU je v večini usklajena s sprejetimi pravili za ameriške SDT. Dovoljen je obstoj skladov denarnega trga s konstantno vrednostjo sredstev pod določenimi pogoji, vsi ostali skladi denarnega trga se morajo preoblikovati v sklade z variabilno vrednostjo sredstev, kjer vrednost enote premoženja odraža tržno vrednost sredstev. Glavna razlika med zakonodajo EU in ZDA je v ustanovitvi nove stalne kategorije sklada denarnega trga z manjšim nihanjem neto vrednosti, ki predstavlja alternativo obstoječim SDT s konstantno vrednostjo sredstev (Svet Evropske unije, b.l.-b). Glede na negotovost dolgoročne možnosti SDT MNNVS se zdi verjetno, da se bodo SDT z manjšim nihanjem NVS uporabljali predvsem kot prehodna struktura za družbe za upravljanje s SDT, ki ne ustrezajo pravilom za SDT s konstantno neto vrednostjo sredstev za naložbe v instrumente javnega dolga in ki ne želijo takojšnje transformacije v SDT s spremenljivo vrednostjo sredstev. Treba je opozoriti, da je to v veliki meri cilj evropske politike, ki se želi izogniti dogodkom v ZDA,

ko je prišlo do precejšnjega odliva sredstev iz prvovrstnih v državne denarne sklade. SDT z manjšim nihanjem vrednosti sredstev je zato zasnovan na način, da omogoča lažji prehod skladov denarnega trga v nov zakonodajni okvir (Tuffy, 2017).

## **5 CILJI UREDBE O SKLADIH DENARNEGA TRGA**

Skladi denarnega trga so ena glavnih skupin v sistemu bančništva v senci, ki s svojimi sistemsko pomembnimi lastnostmi vplivajo na finančno stabilnost zahodnega sveta. Prizadevanja skupine G-20 in Odbora za finančno stabilnost po okrepitvi nadzora in izboljšanju finančne stabilnosti opredeljujeta najvišji cilj ureditve skladov denarnega trga. Cilj Uredbe, ki jo je sprejela Evropska unija na področju SDT, je vzpostaviti pravila, s katerimi bodo skladi denarnega trga bolj odporni in bodo bolje vzdržali tržne pretrese. Da bi bilo mogoče oceniti ustreznost Uredbe pri vzpostavitvi večje finančne stabilnosti, je potrebna opredelitev in razumevanje zasnove finančne stabilnosti (Svet Evropske unije, b.l.-b).

### **5.1 Finančna stabilnost**

Finančno stabilnost, kot jo v nadaljevanju opredeljuje Schinasi (2004), se lahko v splošnem definira kot sposobnost finančnega sistema:

- da omogoča učinkovito razporejanje gospodarskih virov in procesov,
- da oceni, ovrednoti, alocira in upravlja finančna tveganja in
- da v primeru zunanjih pretresov ali neravnovesij ohranja sposobnost izvajanja ključnih funkcij s samopopravnimi oz. avtokorektivnimi mehanizmi.

Finančni sistem je v območju stabilnosti, kadar je sposoben omogočati (in ne ovirati) uspešnost gospodarstva ter absorbirati finančna neravnovesja, ki nastanejo endogeno ali nastanejo zaradi resnih neželenih in nepričakovanih dogodkov. Pojem območja stabilnosti predstavlja koncept večdimenzionalnega kontinuuma, ki se pojavlja med različnimi opazovanimi in merljivimi spremenljivkami. Je sposobnost, da se po motnjah v delovanju vrne v enoten trajnostni položaj. Opredelitev je skladna s finančnim sistemom, ki je v nenehnem stanju toka in preoblikovanja, medtem ko njegova sposobnost opravljanja ključnih funkcij ostaja v sprejemljivih mejah, ki so v skladu z uspešnimi spodbujevalnimi in izboljševalnimi vlogami. Za subjekte, ki se približujejo mejam finančne stabilnosti, bi pomenilo, da finančni sistem izgublja določene sposobnosti delovanja, kar povzroča oviranje učinkovitih ekonomskih procesov. V praksi bi to pomenilo, da sredstva niso usmerjena v donosne dejavnosti, tveganja niso ustrezno upravljana in šoki niso absorbirani. V takšnih primerih so potrebni sanacijski ukrepi, ki bi v skrajnih primerih pomenili krizno reševanje ter obnovo sistema. Temelj finančne stabilnosti je omogočanje uspešnosti gospodarstva, ki v svojem bistvu pomeni, da finančni sistem prispeva k učinkovitemu razporejanju resursov, stopnji rasti proizvodnje in procesov varčevanja, investicij, ustvarjanju blaginje ter vključevanju drugih opaznih in merljivih vidikov gospodarske uspešnosti. V nasprotnem



primeru mora stabilni finančni sistem neravnovesja pregnati, kar pomeni premik vzdolž kontinuuma v smeri stabilnosti in ne nestabilnosti skozi posredovanje samostojnih korektivnih mehanizmov. Takšne prilagoditve vključujejo izstop in vstop udeležencev na trgu (finančne institucije ali nefinančni subjekti, ki delujejo v imenu drugih ali kot posamezniki, ki delujejo neposredno na trgu) (Schinasi, 2004).

Zaradi odsotnosti popolnega ravnovesja v finančnem sistemu, kot ga poznamo, obstajajo bolj sprejemljivi vidiki opredelitve finančne stabilnosti. Uporabljena definicija dopušča možnost, da finančni sistem zaradi kopičenja neravnovesij, povzročenih zaradi manipulacije tržnih cen sredstev, in/ali ostalih tržnih nepopolnosti endogeno ovira uspešnost gospodarstva, tudi ko ni nepredvidenih dogodkov (šokov). Definicija je v skladu z zgodovinskimi dokazi, da so finančni sistemi, zlasti bančni sistemi, nagnjeni h kopičenju neravnovesij (npr. koncentracija kreditnih tveganj ali nelikvidnosti). Banke, druge finančne institucije, celo trge je mogoče razumeti kot družbene ureditve ali klirinške hiše, ki ocenjujejo, vrednotijo in trgujejo s človeškimi obljubami ob prisotnosti negotovosti in tveganj, vključno s tveganjem glede temeljnega elementa zaupanja v finančne pogodbe. Družbene ureditve in institucionalne značilnosti gospodarskih sistemov poskušajo ponotranjiti morebitne škodljive posledice negativnih zunanjih eksternalij s krhkostjo človeškega zaupanja. Primer tega je, ko banke internalizirajo morebitne škodljive posledice napak zaupanja z gospodarjenjem informacij o veliki bazi dolžnikov in njihovimi sposobnostmi za plačevanje prihodnjih terjatev. S ponotranjenjem teh elementov finančnih tveganj in negotovosti finančne institucije in trgi sami posebejajo možnost finančne nestabilnosti, ki na koncu najde svoj vir v napaki človeškega zaupanja (Schinasi, 2004). Vsled navedenemu je skladna naslednja normativna definicija:

"Stabilen finančni sistem je tisti, ki večdimenzionalno krepi gospodarsko učinkovitost, medtem ko je nestabilen finančni sistem tisti, ki zmanjšuje gospodarsko učinkovitost." (Schinasi, 2004, str. 10).

Za razliko od fizičnih nestabilnosti, kot so potresi, poplave ipd., je finančno nestabilnost mogoče obravnavati z intervencijami državnih organov, vključno z redefiniranjem tržnih pravil, vendar bi bili ti ukrepi skrajno sredstvo reform za preprečevanje propada gospodarskega sistema. Splošnejša definicija, ki ne zahteva specifikacije pojma finančni sistem, je:

"Finančna stabilnost je stanje, v katerem mehanizmi gospodarstva za oblikovanje cen, alociranje in upravljanje s finančnimi tveganji (kreditna, likvidnostna, tržna, nasprotna stranke) delujejo dovolj dobro, da prispevajo k uspešnosti gospodarstva." (Schinasi, 2004, str. 10).

Opredelitev finančne stabilnosti omogoča razmejitev finančnih pogojev in morebitnih težav glede na njihovo intenzivnost, obseg in potencialno tveganje sistemske stabilnosti.

Morebitne finančne težave lahko spadajo v eno od naslednjih širokih kategorij (Schinasi, 2004):

- težave pri eni sami instituciji ali na trgu, ki ne vsebujejo posledic za celoten finančni ali bančni sistem;
- težave, ki vključujejo več razmeroma pomembnih institucij, vključenih v tržne dejavnosti z neko netrivialno verjetnostjo prelivanja negativnih vplivov na druge institucije in trge, in
- težave, ki bi se lahko globoko razširile v vrsto finančnih institucij ter običajno po povsem nepovezanih trgih za upravljanje likvidnostnih potreb, kot so na trgih terminskih pogodb, na medbančnih in celo delniških trgih.

Težave, ki se pojavljajo v vsaki od teh kategorij, bi potrebovale različna diagnostična orodja in politične ukrepe, ki segajo od ne ukrepanja do okrepitve nadzora posameznih institucij ali trga ter do likvidnostnih injekcij. Da bi lahko določili, kateri ukrepi prispevajo k večji finančni stabilnosti, je najprej potrebno razumeti kompleksnost njene narave. V nadaljevanju opisujem praktične izzive ocenjevanja in vzpostavljanja finančne stabilnosti (Schinasi, 2004).

### **5.1.1 Problem merljivosti**

V nasprotju s stabilnostjo cen, finančna stabilnost ni merljiva. Zanj ne obstaja nedvoumna merska enota, kar odraža večplastno naravo finančne stabilnosti, ki se nanaša tako na stabilnost in odpornost finančnih institucij, kot na nemoteno delovanje finančnih trgov in sistemov poravnave. Razvoja finančne stabilnosti zato ni mogoče povzeti z enim kvantitativnim kazalnikom (Schinasi, 2004).

### **5.1.2 Težko predvidljiv razvoj finančne stabilnosti**

Razvoj finančne stabilnosti je samo po sebi težko napovedati. Ocenjevanje stanja finančne stabilnosti bi moralo ob upoštevanju motenj, ko se te pojavijo, tudi indicirati tveganja in ranljivosti, ki bi lahko vodile k takšnim motnjam v prihodnosti. Finančne krize je zaradi številnih dejavnikov, kot so okužbeni vplivi (angl. *contagion effects*) in nelinearnosti v odnosih s sestavnimi deli finančnega sistema, težko napovedati. Tveganja pogosto odražajo daljnosežne posledice malo verjetnih dogodkov, zato je pozornost ne bi smela biti usmerjena na povprečne vrednosti, mediane, ali načine možnih izidov, ampak celotno distribucijo, predvsem na levi rep porazdelitve (Schinasi, 2004).

### **5.1.3 Delni nadzor**

Med možnimi instrumenti politik, ki se lahko uporabijo za varovanje finančne stabilnosti, se mnogokrat izbere tiste instrumente, ki imajo drugačne primarne cilje, npr. varovanje

interesov imetnikov vlog, utrjevanje stabilnosti cen, spodbujanje hitre poravnave finančnih transakcij, ipd. Poleg časovnih zamikov je vpliv takšnih instrumentov politike pogosto posreden, med finančno stabilnostjo in izbiro instrumenta so prisotna celo trenja. Razvoj finančne stabilnosti je zelo občutljiv na zunanje pretrese - od naravnih katastrof do nenadnih nihanj razpoloženja na trgih, ki dodatno omejujejo zmožnost nadzorovanja. Razvoj finančne stabilnosti je zato mogoče le delno nadzorovati (Schinasi, 2004).

#### **5.1.4 Kompromis med prilagodljivostjo in učinkovitostjo**

Ukrepi za okrepitev finančne stabilnosti pogosto vključujejo tehtanje med učinkovitim alociranjem finančnih resursov in sposobnostjo izključitve oz. absorbiranja šokov v finančnem sistemu. To pomeni presojo tveganje/donos, ki jo je težko sprejeti na popolnoma objektivni način. Na primer na področju nadzornih politik bodo višje zahteve glede solventnosti zmanjšale tveganje za banke, da le-te ne bi mogle absorbirati negativnih šokov. Posledično bi to pomenilo tudi stroške kapitala in zamujene naložbene priložnosti (Schinasi, 2004).

#### **5.1.5 Časovno neskladje**

Ker uporaba nekaterih instrumentov politike za zaščito finančne stabilnosti obide sile na trgu, lahko pridobitev kratkoročne stabilnosti negativno vpliva na dolgoročno stabilnost. Zlasti ukrepi, kot so zagotavljanje posojilodajalca v sili ali zajamčene vloge, lahko ogrozijo tržno disciplino, s čimer se ustvarjata moralni hazard in negativna selekcija. Ta medčasovni kompromis je temeljno vprašanje oblikovanja politike finančnega sistema (Schinasi, 2004).

Zaradi asimetrije informacij in navedenih kompleksnosti finančnega sistema, kot ga poznamo, je idealno finančno stabilnost nemogoče vzdrževati (Schinasi, 2004). Glede na navedeno bi morali biti cilji regulacije denarnega trga opredelitev tveganj, ki jih SDT prinašajo finančnemu sistemu, minimiziranje negativnih vplivov in vzpostavitev avtokorektivnih mehanizmov s perspektivnim pogledom v daljno prihodnost. Poglejmo, na kakšen način problem vzpostavitve finančne stabilnosti rešuje Evropska unija.

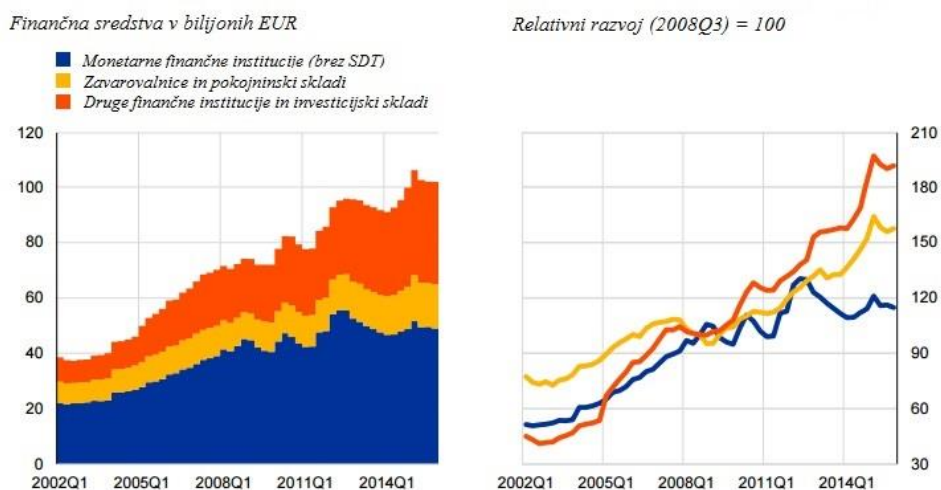
## **5.2 Makrobonitetni nadzor**

Za ohranitev finančne stabilnosti notranjega trga EU je potrebna vzpostavitev pravil, ki bi sklade denarnega trga naredila bolj odporne ter omejila kanale razširitve negativnega vpliva. Enotna pravila v Evropski uniji so pomembna za zagotavljanje nemotenega delovanja kratkoročnega financiranja, za primerno soočanje z nenadnimi zahtevami za odkup, zlasti v izjemnih tržnih pogojih, ne da bi ti omajali likvidnost sklada. Skladi denarnega trga zaradi svojih kanalov okužb finančnemu sistemu predstavljajo sistemsko tveganje (Evropski parlament, 2016). Z nastankom morebitnih sistemskih tveganj v finančnem sistemu se

Evropska unija spoprijema na ravni makrobonitetnih politik. Makrobonitetna politika je politika, s katero se identificira, spremlja in ocenjuje sistemska tveganja finančne stabilnosti z namenom zaščite stabilnosti celotnega finančnega sistema, kar vključuje povečanje odpornosti finančnega sistema ter preprečevanje in zmanjševanje kopičenja sistemskih tveganj, s čimer se zagotavlja trajnostni prispevek finančnega sektorja h gospodarski rasti (ZMbNFS, Ur. l., št. 100/2013). Njen namen je blažitev finančnih ciklov in povečevanje odpornosti finančnega sistema. Makrobonitetni instrumenti za reševanje finančnih tveganj izven bančnega sektorja bi morali biti del širše strategije makrobonitetne politike, ki obsega povezave med kazalniki sistemskega tveganja, cilji vmesnih politik, makrobonitetnimi instrumenti in končnim ciljem, tj. finančna stabilnost. Razvoj takšne strategije mora v skladu s cilji EU upoštevati različne stopnje sistemskega tveganja v različnih delih finančnega sektorja. Prav tako je potrebno tehtanje dolgoročne koristi finančne stabilnosti napram možnim kratkoročnim stroškom v zvezi z omejitvami zagotavljanja posojil ustreznih ravni (Evropska centralna banka, b.l.).

Pomanjkljivosti v delovanju trga vzporednega bančnega sistema so s prenašanjem šokov prispevale k svetovni finančni krizi. Listinjenje hipotek in prodaja hipotekarno zavarovanih vrednostnih papirjev sta zmanjšala spodbudo bank za skrbno spremljanje svojih hipotekarnih posojil, kar je prispevalo k prezadolženosti in kasnejšim težavam na trgih financiranja. Z disfunkcionalnim problemom denarnega trga so se morale spopadati banke in druge finančne institucije, zato je Evropska unija jasno definirala, da je potreben razširjen pogled na finančno stabilnost, ki upošteva tveganja realnega gospodarstva in ki presega meje tradicionalnega bančništva. Makrobonitetne politike bi zatorej morale veljati za finančni sistem kot celoto in ne samo za bančni sistem, kot so doslej. Čeprav finančni sistem Evropske unije v večini ostaja bančni, je nebančni del v zadnjih letih rasel veliko hitreje. Medtem ko bilance evropskih bank beležijo relativno nizko agregatno rast (Slika 10), se je rast tržnega financiranja v EU (angl. *market-based financing*), ki vključuje sklade denarnega trga, druge investicijske sklade in druge finančne institucije ("Druge finančne institucije in investicijski skladi"), od leta 2008 skoraj podvojila, kar ponazarja vse večjo vlogo nebančnih institucij pri financiranju realnega gospodarstva ter poudarja pomen razširitve makrobonitetnega okvira (European Systemic Risk Board, 2016b).

Slika 10: Komponente finančnega sistema EU



Vir: European Systemic Risk Board, *Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper*, 2016, str. 7.

Razvoj makrobonitetnih politik, ki presegajo tradicionalno bančništvo, je zatorej ključna in prednostna naloga regulatorjev. Rast nebančnega finančnega sektorja in povečanje sistemske pomembnosti poudarja pomen preventivnega reševanja finančnih tveganj izven tradicionalnega bančništva. Z zmanjševanjem tržnih nepopolnosti *ex ante* se zmanjšuje verjetnost sistemske krize, kar prispeva k večji dolgoročni rasti in trajnostnemu razvoju trga (European Systemic Risk Board, 2016b).

Cilj makrobonitetnih politik v skladu z določili Evropske centralne banke (2017) je:

- preprečiti prekomerno kopičenje tveganj, ki izhajajo iz zunanjih dejavnikov in pomanjkljivosti trga, da bi se izravnal finančni cikel (časovna dimenzija),
- narediti finančni sektor bolj odporen ter omejiti učinke okužbe (medsektorska dimenzija),
- spodbujati sistemsko perspektivo v finančni regulaciji, da bi se ustvarile prave spodbude za tržne udeležence (strukturna dimenzija).

Za dosego opredeljenih ciljev so opredeljene tri skupine makrobonitetnih instrumentov, ki v magistrskem delu predstavljajo okvir razvrščanja ključnih ukrepov Uredbe Evropske unije o skladih denarnega trga (Evropska centralna banka, b.l.):

- ukrepi v zvezi s kapitalom,
- ukrepi v zvezi s posojilojemalci,
- ukrepi v zvezi z likvidnostjo.

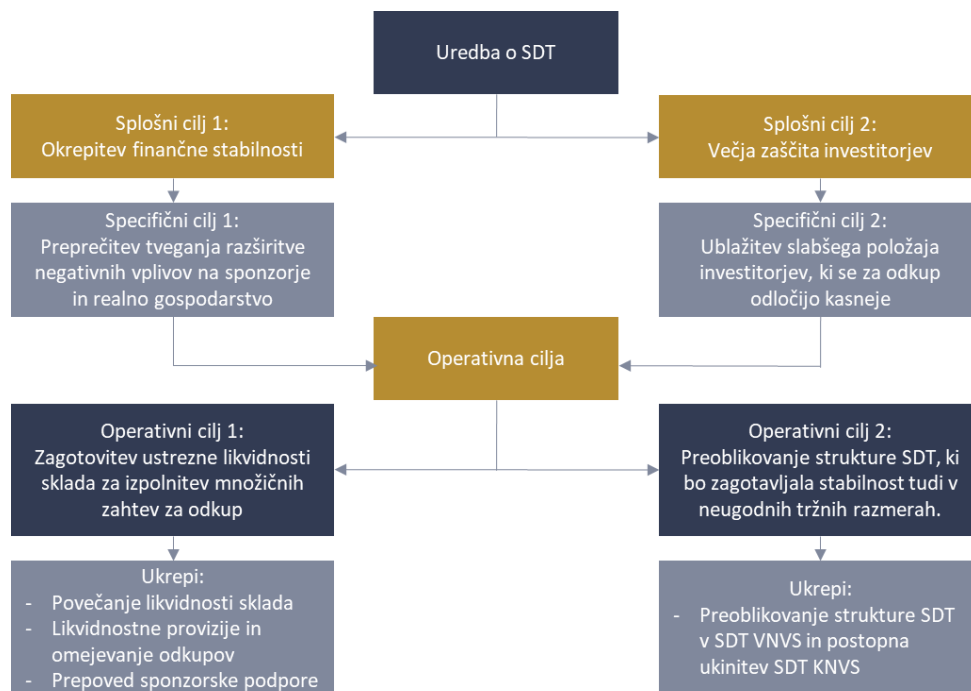
## 6 OCENA PRIMERNOSTI UREDBE SKLADOV DENARNEGA TRGA IN PREGLED EMPIRIČNIH ŠTUDIJ

Sprejeta Uredba s strani EU (Evropska komisija, 2013e) definira dva splošna cilja ureditve SDT, (i) okrepitev finančne stabilnosti in (ii) večjo zaščito vlagateljev v SDT. Za doseganje odpornejše finančne stabilnosti in večje zaščite vlagateljev je potrebna opredelitev specifičnih ciljev politike, na katerih temelji razvoj instrumentov. Okrepitev finančne stabilnosti je Evropska unija opredelila kot preprečitev tveganja razširitve negativnih vplivov. Večja zaščita investitorjev je opredeljena kot ublažitev neenakega položaja vlagateljev v izjemnih tržnih razmerah. Za doseganje opredeljenih ciljev Uredbe je Evropska komisija (2013e) opredelila naslednja operativna cilja:

- zagotovitev ustrezne likvidnosti sklada za izpolnitev investitorjevih zahtev za odkup in
- preoblikovanje strukture SDT, ki bo zagotavljalo stabilnost v neugodnih tržnih pogojih.

V Sliki 11 predstavljam ponazoritev ciljev in vpeljanih ukrepov s strani EU.

*Slika 11: Predstavitev ciljev in ukrepov evropske politike*



*Vir: Prirejeno po Evropska Komisija, Delovni dokument služb Komisije – Povzetek ocene učinka, 2013.*

Za izpolnitev prvega operativnega cilja (zagotovitev ustrezne ravni likvidnosti SDT) so službe zakonodajalcev analizirale različne možnosti politik, ki zajemajo naslednje vidike (Evropska komisija, 2013e):

- različne mehanizme provizij za odkup ali omejitev,
- možnost likvidnostnega blažilnika,
- možnost v zvezi s kakovostjo in diverzifikacijo sredstev ter
- možnosti priprave profilov strank SDT.

Za izpolnitev drugega operativnega cilja (priprava SDT na neugodne tržne pogoje) je Evropska unija analizirala možnosti politike, ki so povezane z naslednjimi elementi (Evropska komisija, 2013e):

- preglednost,
- metoda vrednotenja NVS,
- uvedba blažilnika in drugih varovalnih mehanizmov,
- podeljevanje bonitetnih ocen SDT.

Za potrebe analize magistrskega dela bodo ocenjene samo ključne spremembe zakonodaje, ki so opredeljene v nadaljevanju. Najvidnejši ukrepi Uredbe SDT zajemajo postopno ukinitvev skladov s konstantno vrednostjo. Za namen preprečitve bega vlagateljev sta uvedena mehanizma za soočanje z množičnimi zahtevami za odkup enot premoženja v obliki provizij in začasnih omejitev odkupov. Eden izmed ključnih elementov Uredbe je zagotovo prepoved sponzorske podpore. SDT praviloma nimajo izrecne podpore svojih sponzorskih podjetij. Zaradi povezanosti sponzorjev s finančnim sistemom in diskrecijske presoje o podpori SDT se je Evropska unija odločila takšno podporo prepovedati. Druga ključna določila opredeljujejo zahteve za povečanje likvidnosti, ki vključujejo politiko poznaj svojega vlagatelja in upravljanje portfeljskih tveganj preko določitve primernih naložbenih sredstev, koncentracije, diverzifikacije, zapadlosti, ipd. Tabela 7 razvršča ključne ukrepe Uredbe o skladih denarnega trga v okvir makrobonitetnih instrumentov. Skladno z definicijo finančne stabilnosti v nadaljevanju analiziram njihovo ustreznost.

*Tabela 7: Ključni ukrepi Uredbe EU v skladu z načeli makrobonitetne politike*

<b>Ključni ukrepi</b>	<b>Ukrepi v zvezi s kapitalom</b>	<b>Ukrepi za zaščito vlagateljev</b>	<b>Ukrepi za povečanje likvidnosti</b>
Postopna ukinitvev SDT KNVS			X
Likvidnostne provizije in omejevanje odkupov		X	X
Prepoved sponzorske podpore	X		X
Druge zahteve za povečanje likvidnosti		X	X

*Vir: Lasten.*

## 6.1 Analiza postopne ukinitve skladov s konstantno vrednostjo sredstev

Obravnavanje krhkosti skladov denarnega trga je bila osrednja tema postkriznih regulativnih ciljev. Vprašanje, ki se je evidentno postavljalo, je bilo, kakšno intervencijsko politiko uporabiti. Finančna industrija se je nagibala k uporabi "likvidnostnega posojila v sili" v obliki podpore, ki jo je v času krize nudila ameriška centralna banka. Drugi so podpirali uvedbo skladov z variabilno neto vrednostjo sredstev s stališčem, da dinamika fiksnega sklada bistveno pripomore k večji tveganosti bega vlagateljev. Zopet tretji so dajali prednost uvedbi kapitala za pokritje izgub (angl. *loss absorbancy capital*). Trenutno skladi nimajo vzpostavljene politike za samostojno zmogljivost absorbiranja izgub, temveč je le-ta odvisna od pripravljenosti sponzorja za kritje primanjkljaja med pošteno in poročano vrednostjo sredstev. Uvedba SDT z variabilno vrednostjo sredstev je zato prednjačila kot najljubša strategija reforme, saj odpravlja regulativni artefakt, ki razlikuje sklade denarnega trga od preostalega univerzuma vzajemnih skladov. Gordon in Gandia (2014) trdita, Zagovorniki predloga trdijo, da bi prikazovanje variabilne vrednosti sredstev zmanjšalo tveganje bega vlagateljev, ker (Gordon & Gandia, 2014):

- bi odpravilo spodbude vlagateljev sklada, da v stresnih tržnih razmerah izkoriščajo arbitražne priložnosti;
- bi vlagateljem pomagalo razumeti, da trgi nihajo ter da padec cen na trgu ni nujno znak neposrednega neizpolnjevanja obveznosti portfelja;
- bi sponzorje razbremenil implicitne pomoči, ki lahko privede do nerealnih pričakovanj varnosti izbranega naložbenega produkta s strani vlagateljev.

Prenova kategorizacije in metodologije vrednotenja naj bi poudarila dejstvo, da so SDT običajni vzajemni skladi, ki so odvisni od nihanja cen. Obvezno vrednotenje po tržnih cenah naj bi investitorjem dalo vedeti, da so za svoje naložbe odgovorni sami in ne sponzor sklada, kar naj bi omejilo, celo odpravilo spodbudo, da mora podpora zagotoviti sponzor, s čimer bi se zmanjšala razširitev negativnih vplivov na sponzorje. Spremembo kategorizacije SDT Evropska unija zato opredeljuje kot možno rešitev, ki bi prispevala k stabilizaciji sektorja SDT in s tem k omejitvi razširitve negativnih vplivov na bančni sektor (Evropska komisija, 2013e). Tudi s strani SEC v ZDA je bil osrednji del reform SDT preusmeritev SDT na sklade denarnega trga z variabilno vrednostjo sredstev. Tako ameriško kot evropsko vladno telo je opredelilo poročanje fiksne vrednosti sredstev kot vir finančne nestabilnosti in uvedlo temu primerne korektivne ukrepe (Gordon & Gandia, 2014). Z magistrsko nalogo želim preveriti, ali prikazovanje bodisi fiksne bodisi variabilne vrednosti sredstev vpliva na beg vlagateljev. Za analizo slednjega sem se naslonila na študijo Gordon in Gandia (2014).

Mnoge kritike skladov s konstantno vrednostjo sredstev letijo na arbitražne priložnosti, ki naj bi jih takšni skladi povzročali (Gordon & Gandia, 2014). Treba je vedeti, da domnevna arbitraža deluje v zelo omejenem območju, tj. enem do pol centa, kar je največ 50.000 evrov na 10 milijonov evrov portfelja brez upoštevanja transakcijskih stroškov. Ni nepomembna, vendar tudi ne prepričljiva. Verjetnost, da bodo vlagatelji razpolagali z informacijami o



tržnih cenah, ki odražajo realno stanje ter spodbujajo takšno arbitražo, je zelo majhna. Veliki portfelji običajno obsegajo celo množico vrednostnih papirjev, med njimi številne instrumente denarnega trga, ki niti ne trgujejo. Najprepričljivejši razlog za beg vlagateljev iz denarnih skladov je zato enak begu vlagateljev iz bank, tj. negotovost glede celotnega plačila glavnice in zapornikova dilema, v kateri je v najboljšem položaju tisti akter, ki prvi umakne svoja sredstva oz. ima največjo možnost popolnega okrevanja. Okoliščine, ki ponujajo največje možnosti arbitraže (ki povečajo razliko med poročano in tržno vrednostjo portfelja), so tudi tiste, ki odražajo povečano tveganje za padec sklada ob dno, v katerem lahko neposredne portfeljske izgube in posredne izgube zaradi hitrih prodaj sredstev bistveno presežejo obseg 0,005 evrov. V veliki meri je to zato, ker vrednostni papirji denarnega trga najverjetneje predstavljajo visoko korelirana tveganja neplačila in izgube likvidnosti, ker so v glavnem sestavljeni iz kratkoročnih kreditnih izdaj finančnih podjetij in njihovih podružnic. V resnici ne gre toliko za padec pod 0,9950 evrov sam po sebi, temveč za dovolj visoko verjetnost, da bo dogodek portfelja v korelaciji z ostalimi SDT. Izgube portfelja se ne zgodijo le zaradi vrednostnih papirjev, ki ne izpolnjujejo svojih obveznosti, temveč predvsem zaradi hitrih prodaj z velikimi diskonti na vrednostne papirje, ki sicer izpolnjujejo svoje obveznosti, vendar je sklad prisiljen izpolniti zahteve po odkupu. Bistvo je naslednje. Če variabilna NVS bistveno ne zmanjša tveganja bega vlagateljev v primerjavi s fiksno NVS, potem takšen ukrep ne bo pripomogel k večji sistemski stabilnosti. Raziskava Gordon in Gandia (2014) je temeljila na naravnem eksperimentu evropskih skladov denarnega trga in predstavlja empirične dokaze o razlogih bega vlagateljev. Čeprav ponujajo vsi ameriški SDT fiksno NVS, ponujajo skladi denarnega trga v Evropi fiksno NVS in variabilno NVS. Delovanje evropskih SDT je bilo proučeno med t. i. Lehmanovim tednom z namenom identificiranja dejavnikov, ki so v kakršnikoli meri prispevali k begu vlagateljev.

Uporabljena ekonometrična analiza (Gordon & Gandia, 2014) je izvirala iz evropskih SDT, denominiranih v ameriških dolarjih s stališčem, da takšni skladi zagotavljajo najbližjo primerjavo ameriškim SDT in s tem najostrejšo obliko naravnega poskusa. Za identifikacijo diferenciacij med viri tveganj v zvezi s potencialno različnimi stopnjami bega vlagateljev je bilo uporabljenih pet presečnih variacij (angl. *cross sectional variation*), apliciranih na SDT KNVS in SDT VNVS. Za proučitev tveganosti portfelja so bile uporabljene 4 različne spremenljivke, ki so izvirale iz treh vrst tveganj (Gordon & Gandia, 2014):

- portfeljsko tveganje (angl. *portfolio risk*),
- tveganje sponzorja (angl. *sponsor risk*),
- tveganje vlagatelja (angl. *investor risk*) (Gordon & Gandia, 2014).

Spremenljivke, ki sta jih Gordon in Gandia (2014) uporabila so:

- 30 dnevni neto donos;
- Najverjetnejši izdajatelj instrumentov denarnega trga, tj. delež posameznih vrst instrumentov, ki jih SDT drži. Hipoteza v raziskavi je, da lahko oblika instrumenta

nakazuje vrsto izdajatelja, s katero bi odkrili, ali je tveganje neplačila (angl. *default risk*) pogojeno z vrsto izdajatelja. Instrumenti so bili razdeljeni med repo posle - izdajatelje, ki ponujajo finančne storitve, vezane vloge - bančne izdajatelje, potrdila o vlogah - bančne izdajatelje, komercialne zapise - morda nefinančne izdajatelje, tudi izdajatelje s premoženjem kritih komercialnih zapisov;

- Bonitetna ocena posameznega SDT. Raziskava je pokazala, da spremenljivka nima pojasnilnega učinka in je bila izpuščena iz nadaljnjega modela ter poročanja;
- Delež portfelja, investiranega v državne vrednostne papirje, ki so razdeljeni med zakladnice in druge državne instrumente. Ideja je, da višji kot je delež državnih vrednostnih papirjev, boljša je likvidnost za določeno stopnjo donosa in manjše je portfeljsko tveganje, ki je povezano s hitro odprodajo sredstev;
- Za preučitev sponzorskega tveganja so bile uporabljene štiri spremenljivke ob predpostavki, da za šibkejšega sponzorja velja manjša verjetnost finančne sposobnosti oz. pripravljenosti zagotovitve pomoči. Ena izmed spremenljivk sponzorskega tveganja je, ali je sponzor banka, ki je prevelika, da bi lahko propadla in ima posojilodajalca v skrajni sili. Druga spremenljivka je, ali je sponzor investicijska banka, ob predpostavki, da ima investicijska banka omejeno finančno sposobnost, ko pride do reševanja v velikem obsegu, kot se je izkazalo na primeru Bear Sterns in njegovih dveh hedge skladih (avgust 2007). Tretja spremenljivka je stroškovno razmerje, s stališčem, da imajo sponzorji močnejše gospodarske spodbude za podporo donosnejšega sklada. Četrta spremenljivka je velikost sklada, ki temelji na ideji, da so večji skladi bolj diverzificirani in manj izpostavljeni tveganju neplačila posameznega izdajatelja. Pomeni tudi, da so večji skladi zaradi ekonomije obsega bolj profitabilni;
- Uporabljena je bila slamnata spremenljivka za določitev, ali sklad deluje kot sklad s stabilno vrednostjo sredstev ali kot sklad z variabilno vrednostjo sredstev.

Ker so Lehmanovi skladi doživeli nenavadno veliko krčenje sredstev, v povprečju za 40 %, so bili z namenom nepristranskega poročanja izločeni iz univerzuma proučevanih skladov. Bili so vključeni v drug model kot slamnata spremenljivka, imenovana Lehman. Odvisna spremenljivka, uporabljena v raziskavi, torej meri obseg krčenja sredstev v Lehmanovem tednu in je izražena kot logirana neto sprememba sredstev. Namreč, v petek, 19. septembra 2008, sta ameriško Ministrstvo za finance in centralna banka napovedala ločene politične ukrepe, ki so znatno umirili hitrost odlivov v naslednjih tednih. Primer je krčenje sredstev za 19 % med Lehmanovim tednom v primerjavi s 7 % krčenjem v tednu, ki je sledil. Lehmanov teden predstavlja dinamiko bega vlagateljev iz SDT (Gordon & Gandia, 2014).

Čeprav so skoraj vsi skladi doživeli statistično pomembno izgubo sredstev oz. vlagateljev, je bil edini notranji dejavnik, ki je dosledno napovedal nagnjenost bega vlagateljev, ex ante stopnja tveganosti sklada, opredeljena s spremenljivko neto donos pred Lehmanovim tednom. Nasprotno razlika v nagnjenosti k begu vlagateljev v primerjavi med SDT s fiksno in variabilno NVS ni bila ekonomsko in statistično pomembna. Raziskava je pokazala, da je bilo 1-odstotno povečanje donosnosti sklada povezano z 0,6 odstotnim znižanjem sredstev

sklada. Najdonosnejši skladi so v povprečju izgubili približno 24 % več sredstev od skladov z najnižjo donosnostjo. Razlog za krčenje sredstev ni bila pojasnjena z razliko med stabilnimi in variabilnimi skladi, kar potrjuje, da stabilnost ne prispeva k večjemu tveganju bega vlagateljev (Gordon & Gandia, 2014).

## **6.2 Analiza likvidnostnih provizij in omejitev odkupov**

Evropska unija je skladom KNVS in MNNVS omogočila uporabo dodatnih varoval, kot so provizije za likvidnost in omejevanje odkupov, ki naj bi zagotavljala višjo raven likvidnosti ter ublažila neenako obravnavo vlagateljev. Uvedena mehanizma naj bi v izrednih razmerah na trgih delovala anticiklično z omejevanjem tveganja nenadnih begov vlagateljev in izključevanjem možnosti, da bi bil sklad potisnjen v likvidnostno krizo. Skladno z novo Uredbo Evropske unije je denarnim skladom zagotovljena možnost uporabe likvidnostne provizije v višini 1 ali 2 % na vrednost odkupa in začasno omejitev odkupov do skupno 15 delovnih dni v primeru, da delež tedensko zapadlih sredstev pade po 10 % ali kadar neto dnevno odkupi na delovni dan presegajo 10 % celotnih sredstev sklada. Vprašanji, ki si ju je mnogo analitikov postavilo, sta, ali bosta uvedena zaščitna mehanizma ustrezno obvladovala pritiske begov vlagateljev in ali bo obravnava vlagateljev bolj enakopravna. Mnogi, med njimi tudi Fisch (2015), so mnenja, da bo uporaba likvidnostnih provizij in omejitev odkupov na SDT delovala prej negativno kot pozitivno. Problem v predlagani ureditvi je predvsem diskrecijska pravica upravnega odbora sklada, da samostojno odloči o uporabi zaščitnih mehanizmov in tako vlagateljem onemogoči ocenitev in upoštevanje takšnega tveganja pri analizi vrednosti portfelja sklada. Takšna oblika mehanizmov lahko povzroči precejšnje negotovosti glede njihove uporabe, ki bi lahko privedla do tega, da se bodo vlagatelji odločili za odkup investicijskih kuponov veliko pred morebitno stisko sklada. V tem primeru bi lahko izplačila vlagateljev povzročili dejavniki, ki ne odražajo stanja sklada ali kakovosti premoženja (Fisch, 2015).

Drugi argument je povezan s potencialno nižjim dojemanjem privlačnosti skladov denarnega trga s strani vlagateljev. Takojšen dostop do sredstev v SDT je ključni motivacijski dejavnik, ki je opredelil uspeh skladov. Ukrepi, ki delujejo nasprotno, tako ogrožajo neposreden dostop do sredstev vlagateljev. Značilna sta kontraproduktivnost pri obravnavanju tveganj bega vlagateljev in problem sistemske okužbe. Likvidnostne provizije in omejevanje odkupov lahko, superficialno gledano, zmanjšajo pritisk množičnega odkupa, s tem, da ga naredijo dražjega. Če so vlagatelji prisiljeni nositi stroške izplačil iz skladov v višini 1 ali 2 % na vrednost odkupa, je povsem logično, da so vlagatelji manj naklonjeni dvigovanju sredstev iz sklada. Še strožji ukrep je omejitev odkupov, ki vlagatelju popolnoma onemogoči možnost izplačila. Kljub temu pa na omenjena mehanizma ne gre gledati zgolj enostransko. Poglobljen vidik razkriva negativne značilnosti takšnih ukrepov, ki v bližini sprožitvenega momentuma kvečjemu povečujejo tveganje nenadnih begov vlagateljev. Če se vlagatelji zavedajo možnosti uvedbe likvidnostnih provizij in popolne prepovedi umika investicije, bodo toliko bolj pozorni na stresne dejavnike in razmere, v katerih bi se uprava takšnih

varoval lahko polastila. Rezultat bi bila podobna dilema vlagateljev, podobna vrsta prednosti vlagateljev, ki se za odkup odločijo pred drugimi. Spodbuda za umik bi lahko bila za vlagatelje tako še močnejša v sistemu likvidnostnih provizij in omejitev odkupov v primerjavi z možnostmi arbitraže, povezane z zaokroževanjem vrednosti enote premoženja na maksimalno odstotno razliko. Stroški morebitne uvedbe likvidnostne provizije v višini 1 % ali 2 % oziroma 15-dnevnega zamika so lahko za vlagatelja veliko višji od 0,5 odstotne razlike (Fisch, 2015).

Rosengren (2013), predsednik ameriške centralne banke Boston, je v svojih govorih večkrat poudaril, da bi se lahko pripetilo, da bi bil posamezen sklad samo zaradi peščice vlagateljev, ki so se odločili istočasno umakniti svoje naložbe, prisiljen sprožiti mehanizem omejevanja odkupov ali likvidnostnih provizij. Namesto, da bi vlagatelji spremljali kakovost premoženja portfelja SDT ali stopnjo tveganja sponzorja SDT, bodo sedaj morali spremljati tudi vedenje sovlagateljev ter vse druge pomembne zahteve, katerih ravnanje bi lahko vplivalo na likvidnost sklada. Uvedba takšnih varoval posameznega sklada bi lahko prestrašila vlagatelje drugih skladov, ki bi svoja sredstva v izogib podobnim omejitvam najverjetneje umaknili, kar bi pomenilo, da lahko en sam SDT povzroči vpliv prelivanja negativnih učinkov na celotno panogo SDT. Glede na to, da je tveganje panike največje med individualnimi vlagatelji, ki so manj sposobni oceniti stanje in verjetnost, da bo sklad, v katerega so vložili svoja sredstva, dejansko uporabil zadevne ukrepe, je uvedba takšnih mehanizmov posebej problematična za sklade namenjene malim vlagateljem. Rosengren (2013) je leta 2013 nadalje opozarjal, da ukrep predstavlja nov mehanizem za beg vlagateljev, ki ne obstaja v okviru *status quo* regulacije, kar pomeni, da bi lahko uvedba provizij in omejitev dejansko povečala tveganje finančne nestabilnosti ter bistveno spremenila naložbeni proces odločanja med finančno krizo.

Dodatna varovala ustvarjajo nov vir negotovosti, ki vlagatelje postavijo v negotov položaj glede možnosti umika njihovega denarja. Drugi vidik opisanega problema pa je, da se uprave vzajemnih skladov soočajo z močnimi zaviralnimi dejavniki, da takšne mehanizme sploh uporabijo. Čeprav so okoliščine, v katerih bi bila uvedba takšnih mehanizmov utemeljena, zelo redke, bi uvedba omejitev ali dodatnih provizij nepopravljivo škodovala ugledu ne samo sklada, ampak tudi sponzorja sklada. Vlagatelji, ki bi bili deležni takšnih ukrepov, bi svoja sredstva čez čas najverjetneje prenesli v drug naložbeni produkt. Tudi potencialni vlagatelji, ki se odločajo, kam investirati svoja sredstva, se bodo skladom, ki so v preteklosti že izvajali takšne omejitve, izogibali. V tako visoko konkurenčni panogi obstaja prepričljiv razlog, da bo uporaba takšnih varoval sprožila več slabega kot dobrega. Čeprav lahko provizije za likvidnost in omejitve na odkupe olajšajo likvidacijo nepopravljivo poškodovanega SDT, jih verjetno za sklade, ki poslujejo pozitivno, ne bodo izvajali. Njihova vrednost pri krepitevi stabilnosti denarnih skladov je zato vprašljiva. Dodatno bi takšni mehanizmi znatno zmanjšali privlačnost SDT za investitorje. Na podlagi posvetovanj je bilo ugotovljeno, da bi lahko posledično povzročili zmanjšanje skupnih sredstev, ki jih upravljajo SDT, zaradi česar bi realno gospodarstvo izgubilo pomemben instrument kratkoročnega financiranja. Postavlja

se tudi vprašanje o možnem proticikličnem učinku, ki systemskega tveganja ne bi zmanjšal, temveč bi ga kvečjemu povečal (Fisch, 2015).

### **6.3 Analiza prepovedi podpore s strani sponzorja**

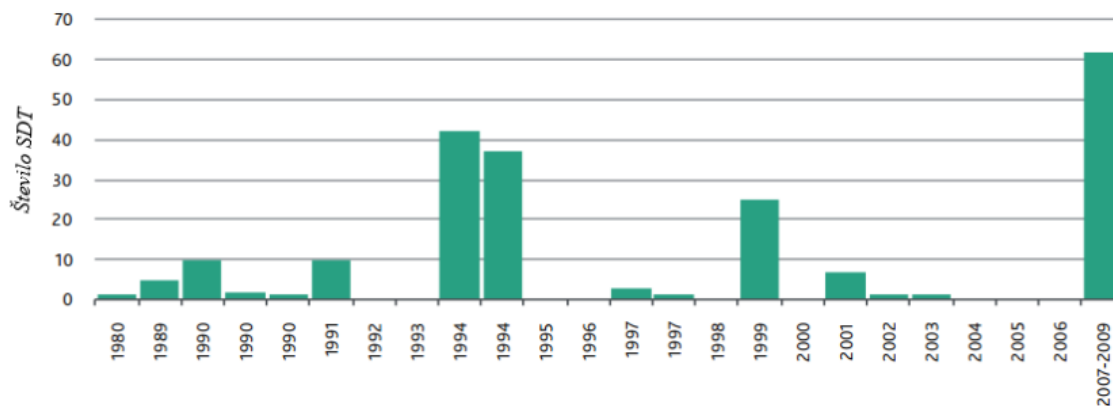
Analiza stresnih dogodkov skladov denarnega trga, zlasti dogodkov v letih 2007 do 2009, je poudarila pomembno vlogo zunanje podpore pri uresničevanju prvovrstnih ciljev skladov. Sponzorska podpora se je zgodovinsko gledano izkazala, kot ustrezen vir moči in stabilnosti denarnih skladov. Uredba Evropskega parlamenta in Sveta za sklade denarnega trga EU (2017, str. 87) je zunanjo podporo opredelila kot "neposredno ali posredno podporo, ki jo nudi tretja stran, vključno s sponzorjem SDT, in je namenjena zagotavljanju likvidnosti SDT ali bi zagotavljala likvidnost SDT ali stabilizacijo NVS na enoto ali delež SDT in vključuje (Evropski parlament, 2015b):

- gotovino tretje strani;
- nakup sredstev SDT po višji ceni, ki ga opravi tretja stran;
- nakup enot ali deležev SDT, ki ga opravi tretja stran, za zagotavljanje likvidnosti sklada;
- izdajo eksplicitnega ali implicitnega zavarovanja, jamstva ali pisma podpore v korist SDT, ki jo opravi tretja stran;
- vsak ukrep, ki ga opravi tretja stran, katerega neposredni ali posredni cilj je ohraniti profil likvidnosti in NVS na enoto ali delež SDT".

V Uredbi, sprejeti dne 16. maja 2017, je Evropska unija uporabo zunanje podpore za sklade denarnega trga v EU prepovedala. Navedena razloga sta bila potencialno povečanje tveganja razširitve negativnih vplivov med sektorji SDT in ostalimi finančnimi sektorji ter diskrecijska narava zunanje podpore, ki v obdobju nestabilnosti prispeva k negotovosti vlagateljev. Ker se sponzorji izrecno ne zavežejo k zagotavljanju podpore in ne jamčijo zanjo, obstaja tveganje, da podpora v izrednih razmerah ne bo zagotovljena. Negotovost naj bi tako v obdobjih finančne nestabilnosti vplivala na ranljivost SDT na beg vlagateljev (Evropski parlament, 2015b).

Bonitetna hiša Moody's (2010) je leta 2010 objavila komentar na prizadevanje ameriške Komisije za vrednostne papirje k oblikovanju učinkovitejše regulacije skladov denarnega trga in med letoma 1980 in 2009 objavila primere sponzorske podpore v EU in ZDA. Kot je razvidno iz Slike 12, je bila sponzorska podpora prisotna skozi celotno zgodovino SDT, ne samo v obdobjih krize. V ZDA in Evropi je bonitetna hiša Moody's identificirala več kot 200 SDT s konstantno neto vrednostjo sredstev, ki so bili v proučevanem obdobju upravičeni do neke oblike sponzorske podpore.

Slika 12: Število SDT v ZDA in Evropi, ki so v obdobju med 1980 in 2009 prejeli sponzorsko podporo



Vir: H. Shilling, *Sponsor Support Key to Money Market Funds*, 2010, str. 2.

Nadalje podatki študije Brady, Anadu in Cooper (2012) razkrivajo, da je bila prisotnost sponzorske podpore v proučevanem obdobju od leta 2007 do leta 2011 pogosta in pomembna za številne ameriške sklade denarnega trga. Od 341 proučevanih prvovrstnih SDT je neposredno sponzorsko podporo prejelo vsaj 78 skladov v skupnem znesku vsaj 4,4 milijarde dolarjev. Podpora je bila ugotovljena v 123 primerih, od katerih je 32 skladov podporo prejelo večkrat. Ključni razlog podpore so bila imetja neplačanih strukturiranih investicijskih instrumentov in obveznosti banke Lehman Brothers. Mnogo primerov ugotovljene podpore lahko glede na čisto vrednost sredstev sklada opredelimo kot statistično pomembne. 21 skladov denarnega trga je prejelo podporo, ki je presegala 0,5 % sredstev v upravljanju. Izračunana podpora predstavlja nakopičene izgube, ki bi jih skladi utrpeli v odsotnosti sponzorske podpore in ob predpostavki, da v proučevanem obdobju ni bilo mogoče realizirati prihodkov. Če podpora skladom ne bi bila zagotovljena, bi obstajala velika verjetnost nastanka povečanih zahtev za odkup, ki bi preko hitrih prodaj nižale vrednost vsakega SDT, s čimer bi se učinek izgub za preostale vlagatelje še dodatno povečal (Brady, Anadu, & Cooper, 2012).

Zanimivo je vprašanje, zakaj se sponzorji odločijo za podporo skladom, čeprav k temu niso zavezani. Razlogi lahko ležijo v zaskrbljenosti zaradi tveganja izgube poslovnega ugleda, strahu razširitve negativnih vplivov na druge dejavnosti ali stroških morebitnih tožb vlagateljev (Fisch, 2015). Ne glede na pravne in strukturne razlike z bankami vlagatelji zaznavajo SDT kot funkcionalne ekvivalente varčevalnim računom. Z zagotavljanjem zunanje podpore se lahko sponzor ali družba za upravljanje izogne prisilni likvidaciji sklada ter omeji negativen vpliv ugleda družbe za upravljanje. Navsezadnje temelji odločitev o tem, ali naj posamezni sponzor zagotovi podporo, na analizi stroškov in koristi, uravnoveženi z neposrednimi (npr. nižje provizije) in posrednimi (npr. poškodovan ugled) posledicami krize. V praksi so sponzorji svoje SDT podprli na več načinov. Eden od najpogostejših in najpogosteje spregledanih je opustitev upravljavskih provizij (angl. *fee waiver*) (Fisch, 2015). Čeprav so upravljavske provizije določene s pogodbo, imajo upravljavci skladov

diskrecijsko pravico, da se delu ali celotni proviziji odpovedo. Opustitve provizij vplivajo na preusmeritev kapitala od upravljavca v sklad. Ključen razlog za opustitev provizij so po navadi nizke obrestne mere, saj bi v njihovi odsotnosti skladi ustvarjali negativne donose. Razširjena uporaba oprostitve provizij dokazuje pripravljenost sponzorjev, da se odrečejo dobičku in absorbirajo stroške upravljanja sredstev. Čeprav so sedanje oprostitve provizij neformalne, diskrecijske in v veliki meri skrivne, vseeno utemeljujejo sposobnost preživetja sponzorja z izboljšanjem stabilnosti SDT. V skladu z raziskavama Moody's (2010) in Brady et al. (2012) praksa kaže, da sponzorska podpora povečuje stabilnost cen in torej pripomore k večji finančni stabilnosti. McCabe (2010) je dokazal, da je bila sponzorska podpora zelo učinkovita pri stabilizaciji SDT med krizo 2007. McCabe tudi dokazuje, da so po stečaju Primary Reserve sklada SDT s šibkejšimi sponzorji doživeli višje ravni odkupov in da je bila sponzorska podpora verjetnejša za SDT, ki so predhodno beležili višje donose kot merilo portfeljskega tveganja. Ne glede na razloge, vedenja sponzorjev v proučevanem obdobju kažejo na močno motivacijo za podporo svojih SDT. Za večino sponzorjev je značilno, da SDT predstavljajo le majhen delež celotnega poslovanja. Učinek preliivanja negativnih vplivov bi tako potencialno uničil tudi druge dejavnosti sponzorjev, zato predstavlja zagotavljanje sponzorske podpore majhen odstotek premoženja sponzorjev in kot tak ne igra odločitvene vloge (Fisch, 2015).

#### **6.4 Analiza povečanja likvidnosti sklada**

Za zagotovitev ustrezne likvidnosti sklada za izpolnitev zahtev investitorja za odkup so bili izbrani ukrepi, ki stremijo k povečanju likvidnosti sredstev portfelja, ukrepi izvajanja politike poznavanja lastnih vlagateljev in uvedba likvidnostnih provizij ter omejitev odkupov. Analiza ukrepov likvidnostnih provizij in omejitev odkupov sta predstavljeni pod točko 6.2., v nadaljevanju sledi razprava glede povečanja likvidnosti sredstev portfelja. Ideja je, da se bo zmožnost SDT za izpolnitev odkupov povečala, če se bo povečala likvidnost portfelja ter se bosta hkrati zagotovili ustrezna diverzificiranost in sestava. Portfelj višje kakovosti in večje likvidnosti bo investitorjem zagotavljal boljši dostop do likvidnosti, manjše tveganje in izboljšano zmožnost skladov za izpolnitev zahtev za izplačila. Posledice za trg kratkoročnih dolžniških instrumentov se zdijo obvladljive, ker je zelo majhen delež sredstev vložen z daljšo ročnostjo na krivulji kratkoročnega donosa. Politika predvidevanja zahtev za večje odkupe t. i. "poznaj svojega investitorja" sama po sebi ne bo preprečila množičnega bega, vendar predstavlja koristen instrument za upravljanje prilivov in odlivov, ki se lahko začne izvajati z majhnimi stroški (Evropska komisija, 2013e).

Pomembnost upravljanja portfeljskih tveganj v okviru SDT je bila od nekdaj pomembna tema regulatorjev. Določbe zakonskih predpisov, ki se nanašajo le na SDT in jih ločijo od drugih vrst vzajemnih skladov, so predvsem omejitve glede obrestnih in likvidnostnih tveganj SDT v skladu z ohranjanjem stabilne vrednosti enote premoženja. Ker so finančne inovacije uvedle nova tveganja za SDT, so se regulatorji odločili okrepiti portfeljske omejitve. Jank in Wedow (2010) sta preučila uspešnost nemških SDT pred in med ameriško

krizo drugorazrednih hipotekarnih posojil (angl. *subprime crisis*). Ugotovila sta, da so SDT, ki so prevzeli več portfeljskih tveganj, realizirali višje donose kot njihovi manj tvegani partnerji v obdobjih običajne likvidnosti denarnega trga. Nasprotno so obdobje nizke likvidnosti skladi z bolj tveganim portfeljem prinesli relativno slabše. Nadalje, je Nacionalno združenje ameriških investicijskih družb dokumentiralo znatno povečanje portfeljskega tveganja sklada Prime Reserve Fund sredi leta 2007, nekaj več kot eno leto pred tem, ko je ta sklad prebil dno. V študiji o učinkovitosti mehanizma likvidnostne pomoči vzajemnim skladom denarnega trga, imenovane AMLF, so Duygan-Bump, Parkinson, Rosengren, Suarez in Willen (2010) ugotovili, da so SDT z večjimi izpostavljenostmi listinjenim vrednostnim papirjem pred krizo doživeli večje odlive med krizo v letu 2008, vendar so si z napovedjo programa AMLF hitro opomogli. Predstavljeni izsledki raziskav evidentno kažejo, da so tisti SDT, ki so pred krizo sprejemali višja tveganja, med krizo doživeli večje stopnje odlivov oz. so bili bolj soočeni s pritiski bega vlagateljev. Pod predpostavko, da upravljavci in njihovi sponzorji vedo, kakšne so posledice tržnih pretresov, se poraja vprašanje, zakaj bi bili sponzorji SDT pripravljene prevzeti višje portfeljsko tveganje, če vedo, da bodo v času krize morali skladu zagotoviti neko vrsto podpore. Višja portfeljska tveganja povečujejo verjetnost, da bo SDT doživel kapitalske izgube in primanjkljaje v likvidnosti, vendar pa – pri določeni višini zaračunanih provizij – višji bruto donos privabi denarne prilive in povečuje pričakovane prihodnje prihodke od provizij. Portfeljsko tveganje je fokus večine ureditev, ki regulira delovanje SDT ter tudi fokus bonitetnih agencij, ki SDT podeljuje ocene. McCabe (2010) v svojem delu prikaže, da je portfeljsko tveganje, merjeno kot bruto donos, značilen in ekonomsko pomemben napovedovalec odlivov med begom vlagateljev 2008.

## **6.5 Povzetek ocen učinkov ukrepov**

Reforme skladov denarnega trga spremljajo opredeljeni štirje ključni ukrepi. V nadaljevanju povzemam ključne ugotovitve učinkovitosti instrumentov ob upoštevanju ciljev finančne stabilnosti.

Študija Gordon in Gandia (2014) prispeva empirične dokaze, da variabilna NVS ne rešuje sistemskih vprašanj finančne stabilnosti, povezane s skladi denarnega trga. Skladi s konstantno neto vrednostjo sredstev razširjajo funkcionalno uporabnost SDT, kar povečuje delež denarnih sredstev institucij v SDT, v nasprotju s hranjenjem v bankah, zato so mnogi mnenja, da SDT pravzaprav zmanjšujejo sistemsko tveganje v finančnem sistemu z zmanjševanjem velikosti bančnih institucij. Magistrska naloga prispeva pomembno ugotovitev. Finančna stabilnost je odvisna predvsem od sposobnosti absorbiranja izgub in manj od prikazovanja konstantne ali variabilne vrednosti sredstev. Predvidevam, da ukrep postopne ukinitve skladov s konstantno neto vrednostjo sredstev ne bo prispeval k večji finančni stabilnosti.



Za kategorije denarnih skladov, ki prikazujejo konstantno neto vrednost sredstev, kot so SDT KNVS in SDT MNNVS, po novem veljajo okrepljene likvidnostne zahteve ter varovala v obliki likvidnostnih provizij in omejitev odkupov. Uporaba likvidnostnih provizij in omejitev odkupov je zagotovo noviteta na področju delovanja denarnih skladov. Ukrep je bil uveden tako v EU in ZDA, kljub dvomom glede dejanskega posluževanja takšnih ukrepov s strani upravljavcev skladov. Vlagatelji, še posebej institucionalni vlagatelji bodo skladom s konstantno vrednostjo sredstev najverjetneje manj naklonjeni. Ob povečanju verjetnosti, da bo varovalo uvedeno, se bodo vlagatelji hitreje odločili za dvig svojih sredstev, kar bi lahko sprožilo neupravičen beg vlagateljev. Takšen ukrep bi lahko v finančni sistem vnesel dodatno zmedo in nezaupanje vlagateljev, ki bi ob prisotnosti neupravičenega okoriščenja (angl. *free-riding*) ogrožal finančno stabilnost. Ocenjujem, da uvedba likvidnostnih provizij in omejitev odkupov ne bo prispevala k večji finančni stabilnosti.

Zakonodaja v Evropski uniji je za razliko od zakonodaje v ZDA prepovedala podporo s strani tretjih oseb, tudi podporo s strani sponzorja. Razlog je bila diskrecijska narava zunanje podpore, ki naj bi v obdobju nestabilnosti prispevala k negotovosti. Skladi denarnega trga so podporo sponzorja koristili v vsej svoji zgodovini. Izkušnje so pokazale učinkovitost podpore skladom denarnega trga, ki so se soočili s precejšnjimi odkupi ali drugimi oblikami finančne stiske. Ocenjujem, da bi lahko prepoved podpore sponzorja na eni strani in nezagotovitev drugega vira kapitala na drugi strani ogrozila stabilnost SDT v izjemnih situacijah.

SDT, tako kot mnogi drugi finančni posredniki, vključno z bankami, sodelujejo pri preoblikovanju dospelosti in likvidnosti ter posledično predstavljajo dve vrsti tveganj: tveganje plačilne sposobnosti (angl. *solvency risk*), ki izhaja iz neizpolnjevanja obveznosti sredstev portfelja ter likvidnostno tveganje, ki izhaja iz morebitne potrebe po pretvorbi vrednostih papirjev v gotovino za izpolnitev zahtev po odkupu. Spremembe evropske zakonodaje skladov denarnega trga so obravnavale obe vrsti tveganj z zaostritvijo zahtev po kreditni kakovosti in z zmanjšanjem obsega opravljanja transformacije likvidnosti v smislu povečanja deleža denarnih sredstev in njihovih ekvivalentov ter s skrajšanjem ročnosti. Fokus uvedenih ukrepov je bilo zmanjšanje portfeljskega tveganja skozi povečanje kakovosti naložb v portfelju in preglednosti. Portfeljsko tveganje je značilen in ekonomsko pomemben napovedovalec odlivov iz skladov, zato je pričakovani učinek ukrepa pozitiven.

V Tabeli 8 sledi prikaz vplivov ukrepov skladov denarnega trga na finančno stabilnost.

Tabela 8: Ocena ustreznosti ukrepov

Ukrep	Ukrepi v zvezi s kapitalom	Ukrepi za zaščito vlagateljev	Ukrepi za povečanje likvidnosti	Vpliv na finančno stabilnost
Postopna ukinitvev SDT KNVS			X	Nepomemben
Likvidnostne provizije in omejevanje odkupov		X	X	Nepomemben / Negativen
Prepoved sponzorske podpore	X		X	Nepomemben / Negativen
Druge zahteve za povečanje likvidnosti		X	X	Pozitiven

Vir: Lasten.

Kljub desetletni pripravi ukrepov, da bi sklade denarne trge naredili bolj odporne, ocenjujem, da sprejeti ukrepi ne bodo prispevali k večji finančni stabilnosti. Ukrepi temeljijo predvsem na povečanju kakovosti naložb in prikazovanju variabilne vrednosti sredstev, manjši fokus je na obvladovanju tveganj, ki jih prinašajo izjemne razmere na trgu. Čeprav se bo pravni okvir delovanja SDT bistveno spremenil, ostaja precejšnji del sistemskih tveganj denarnih skladov neobvladovan.

## 6.6 Predlog ureditve skladov denarnega trga

Ocena učinkovitosti ukrepov je izpostavila problem minimalne sposobnosti absorbiranja izgub skladov denarnega trga. Propad sklada Reserve Primary Fund je pokazal, da predstavlja reguliranje portfeljskih značilnosti sklada, tj. koncentracija, opredelitev primernih naložb, povprečna zapadlosti idr. merila tveganosti portfelja le del obvladovanja tveganj SDT, ki ob močnih finančnih pretresih ne ščitijo sklada pred izgubami. Ključ k ublažitvi sistemskih tveganj SDT in povečanju finančne stabilnosti zato leži v povečanju njihove sposobnosti za kritje prihodnjih izgub. Ob predpostavki, da državni program za zavarovanje depozitov ni izvedljiv, obstajajo tri možnosti (Fisch, 2015):

- Že preučena možnost omejitev odkupov in likvidnostnih provizij, ki je zaradi negativne ocene izpuščena iz nadaljnje razprave;
- Kapital v obliki rezerve za pokrivanje izgub in
- Jamstvo s strani tretjih oseb.

Kapitalske rezerve predstavljajo učinkovit mehanizem pokrivanja izgub, ki bi bistveno spremenil poslovni model skladov denarnega trga. Vlagatelji bi lahko kapital ustvarili preko zadržanega čistega dobička, in sicer z zadržanjem izplačila obresti. Zaradi zgodovinsko nizkih obrestnih mer je zaradi povečanja stroškov vzdrževanja dodatnega kapitala takšna

strategija trenutno neizvedljiva. Predlog sta obravnavala tako SEC kot tudi zakonodajno telo Evropske unije, ki sta ga označili kot neprimerne (Fisch, 2015).

Do finančne krize je panoga SDT stabilnost dosegala z implicitnimi jamstvi s strani sponzorjev, zlasti v letih 2007 in 2008. Fisch (2015) kot rešitev predlaga nov pristop k zagotavljanju jamstva s strani tretjih oseb z uvedbo zajamčene zunanje podpore. Če bi sponzorji želeli upravljati SDT s konstantno neto vrednostjo, bi se morali k podpori zavezati, sicer bi lahko upravljali le s SDT z variabilno neto vrednostjo. Utemeljitev predloga leži v pomembni strukturni razliki med SDT in bankami. SDT in preostali investicijski skladi sestavljajo skupek sredstev, ločen od sredstev sponzorjev. Odkupi iz SDT se opravijo iz sredstev SDT, ne iz sredstev sponzorja. Čeprav sklad upravlja sponzor, je njegova finančna struktura s SDT povezana le preko upravljavskih provizij. Ta ločitev naložb in upravljanja je pomembna in učinkovita funkcija vzajemnih skladov, saj kritično spreminja izpostavljenost tveganega kapitala vlagateljev, ki niso izpostavljeni splošnim operativnim tveganjem sponzorja vzajemnega sklada. Ker bi bila podpora sponzorja v skladu s tem predlogom pogojna obveznost, bi moral sponzor jamstvo zagotoviti vnaprej, na primer z oblikovanjem rezerv (Fisch, 2015).

### **6.6.1 Prednosti obvezne sponzorske podpore**

Uvedbo obvezne sponzorske podpore spremljajo trije argumenti (Fisch, 2015):

- Zunanja podpora s strani sponzorja je bila izjemno uspešna pri preprečevanju realiziranih izgub vlagateljev skladov denarnega trga. Stotinam skladom je pomagala premagati finančno krizo 2008 in evropsko dolžniško krizo. Tveganje bega vlagateljev zmanjšuje zlasti obveznost sponzorske podpore, saj odpravlja pritisk potencialnih izgub. Učinkovitost podpore ponazarja začasno jamstvo vlade ZDA med finančno krizo leta 2008 .
- Obvezna sponzorska podpora zahteva od sponzorja, ki nadzoruje naložbene odločitve, da internalizira stroške sprejetih odločitev. Za razliko od reševanja s strani države (angl. *government bailout*) gre sponzorska podpora na račun sponzorja in ne davkoplačevalcev. Kot rezultat zahtevana podpora sponzorju odpravlja problem moralnega tveganja in namesto tega zagotavlja optimalne spodbude za sponzorje, da zmanjšajo portfeljsko tveganje. Eden od trenutnih pomislekov glede SDT je potencial, da bodo sponzorji prevzeli preveliko tveganje za povečanje donosa in pri tem pridobili konkurenčno prednost.
- Sponzorska podpora ne ustvarja problema moralnega tveganja zunanje finančne pomoči, kot jih ustvarjajo zasebna likvidnostna posojila ali zavarovalni sistem, ker je vsak sponzor, posameznik, odgovoren za stabilnost lastnih sredstev. Sponzorji, ki prevzamejo preveliko tveganje, ne morejo izkoristiti virov, ki jih prispevajo tisti bolj konservativni sponzorji. Ker bi se SDT v zvezi z zunanjo podporo obračali na svoje sponzorje in ne na skupna združenja, bi bil učinek negativnih vplivov krhkosti

posameznega SDT omejen. Tudi če bi posamezni sponzor izkusil finančno stisko, bi imela ta stiska omejen učinek na pričakovanja vlagateljev glede stabilnosti drugih skladov.

### **6.6.2 Možni vplivi in odzivi**

Glede na obširno razpravo o reformi SDT je verjetno, da so regulatorji o uvedbi obvezne podpore sponzorja že razpravljali. Obvezna podpora sponzorja je možna zaradi edinstvene ločitve upravljanja in naložb v SDT, ločitve, ki v tradicionalnem bančništvu ne obstaja. Politično gledano so garancije sponzorja neprivačna možnost za ključne interesne skupine, tako za banke kot tudi za upravitelje vzajemnih skladov. Z vidika bank sponzorska jamstva poudarjajo razliko med bankami in SDT, tako da izkoriščajo vir finančne stabilnosti, ki je banke ne morejo reproducirati. Če SDT ponudijo privlačen in konkurenčen izdelek, bi jim izrecna sponzorska jamstva omogočala, da še naprej ponujajo ta izdelek, ne da bi se obremenjevali z regulativnimi obremenitvami bank (Fisch, 2015).

Družbe za upravljanje bi zagotavljanje zajamčene podpore najverjetneje smatrale kot neprivačno zaradi več razlogov. Čeprav so sponzorji zgodovinsko gledano zagotavljali podporo, daje prostovoljna narava sponzorjem možnost izstopa, če bi se ta podpora izkazala kot predraga. Če se morajo spopadati z dodatnimi predpisi, bi bili sponzorji verjetno raje obvezani k likvidnostnim provizijam in omejitvam odkupov, ki jim omogočajo, da prenesejo stroške prekomernega tveganja na vlagatelje. Dodaten ugovor bi lahko bil, da so izrecna jamstva predraga. Prednost predloga uvedbe obvezne sponzorske podpore je v mehanizmu za izpolnjevanje obveznosti sklada, ki ne določa minimalnega praga kapitala. Takšen predlog je zato cenejši kot alternative, npr. kapitalski blažilnik, ki ga je sprva predlagala Evropska komisija. Kljub temu pa pogojna obveznost postane dražja z večanjem velikost SDT. Glede na velikost sklada in obseg pritiska, povezanega z odkupom, lahko podpora sponzorjev preseže razpoložljive rezerve, zato je izjemno pomembno zagotoviti okvir enotnih pravil, ki bi preprečila propad sponzorja in tveganje razširitve na druge subjekte, ki sponzorirajo SDT (Fisch, 2015).

## **6.7 Prihodnost skladov denarnega trga**

Pot do reforme skladov denarnega trga je bila dolgotrajna in politično težavna. Sprejeti ukrepi postavljajo industrijo denarnih skladov pred številne izzive. Na eni strani je s strani zakonodajalcev čutiti vse večji pritisk glede obvladovanja tveganj ter vloge, ki jo SDT predstavljajo v širšem monetarnem sistemu. Vladni organi želijo omejiti izpostavljenost vlagateljev do izgub in zagotoviti ustrezno zaupanje v finančni sistem. Po drugi strani se SDT vse od 2008 soočajo s sovražnim okoljem nizkih obrestnih mer. Rekordno nizki donosi skupaj s poostrenimi pravili predstavljajo za denarne sklade eksistenčni izziv. Problem, s katerim se dandanes soočajo upravitelji denarnih skladov in ki prej ni obstajal, je kako z

enim produktom zajeti glavne lastnosti predkriznih SDT, varnost glavnice, likvidnost in privlačen donos (State Street Corporation, 2015).

Ko se je svetovni finančni sistem bližal robu propada v letih 2008 in 2009, so bile vlade prisiljene v sanacijo gospodarstva, predvsem v sanacijo bančnega sistema. Tako v ZDA, kot v EU je bila vodilna smer povečati sposobnost bančnih institucij, tudi sistemsko pomembnih institucij, za absorpcijo izgub. Ker so banke v vlogi izdajatelja in skladi denarnega trga v vlogi vlagatelja medsebojno povezani, ima regulacija bank pomemben vpliv na razvoj panoge skladov denarnega trga. Izdaja kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev je stalnica v poslovnem modelu bank. Banke izdajajo nesorazmeren obseg kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev na trgu, dolžniški vrednostni papirji bančnih izdajateljev pa sodijo med prvovrstne naložbe skladov denarnega trga. Prenova bančništva je temeljila predvsem na strožjih pravilih za finančne institucije, ki izdajajo kratkoročne dolžniške vrednostne papirje, da bi te zmanjšale svojo odvisnost od kratkoročnega financiranja. Basel III sporazum iz leta 2010 in 2011 v EU uvaja opredelitev prihajajočih obveznosti bank in zahtevo, da institucije razpolagajo z dovolj visokim kazalnikom kritja likvidnosti (angl. *liquidity coverage ratio*), ki naj bi povečal odpornost bank na likvidnostna tveganja. Kazalnik predpostavlja pokritost pričakovanih odlivov v obdobju 30 dni z rezervo visokokakovostnih likvidnih sredstev, pri čemer mora biti vrednost kazalnika enaka ali višja od pričakovanih odlivov. Z drugimi besedami, banke morajo po novem vzdrževati dovolj kapitala v visokokakovostnih papirjih za financiranje 100 odstotkov predvidenih odlivov v 30 dneh. Glede na napovedi odlivov s strani malih vlagateljev, takšna zahteva niti ne predstavlja problema, problem nastane pri projekcijah odlivov institucionalnih vlagateljev, ki lahko v enem trenutku umaknejo precej več sredstev, zato bi morale banke za določene primere vzdrževati veliko več likvidnih sredstev. Za nadomestitev stroškov so banke začele zaračunavati ležarino za hrambo denarja, ki institucionalne vlagatelje odvrča od hranjenja denarja na bančnem računu ter jih spodbuja k iskanju alternativnih virov upravljanja presežnih sredstev. Kljub nižjim donosom in dodatni regulaciji se v takšnem primeru skladi denarnega trga še vedno zdijo privlačna alternativa. Zaradi zmanjšanja ponudbe kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev bank lahko pričakujemo več vlaganj v zakladniške vrednostne papirje (State Street Corporation, 2015).

Nadaljnje vprašanje v zvezi s prihodnostjo denarnih skladov je povezano s pričakovanimi donosnostmi. Ker gibanje donosnosti denarnih skladov sovpada z gibanjem referenčne obrestne mere, je treba pod drobnogled vzeti monetarno politiko centralnih bank. Bili smo priča izjemno ekspanzivni monetarni politiki. Prvi ukrep, ki sta se ga ameriška in evropska centralna banka poslužili ob upočasnitvi gospodarske rasti, je bil poseg v obrestno mero, katerega cilj je bila pospešitev potrošnje in zadolževanja. Ameriška centralna banka je z nižanjem obrestne mere pričela septembra 2007. Serija zaporednih rezov je referenčno obrestno mero v 15 mesecih znižala iz 5,25 % na 0,25 % in jo na tem nivoju ohranjala do decembra 2015, ko se je obrestna mera prvič po krizi dvignila za 0,25 %. Junija 2017 je ameriška centralna banka obrestno mero dvignila drugič v 2017, za 0,25 %. Novi razpon je

med 1 in 1,25 %, dviganje obrestne mere se bo po navedbah finančnih analitikov nadaljevalo. Za razliko od ZDA je postopek nižanja obrestne mere ECB pričela 1 leto kasneje kot ameriška centralna banka. Proces nižanja je bil veliko počasnejši in postopnejši z dvema dvigoma za 25 bazičnih točk v letu 2011 (Jager, 2016). Od leta 2011 se je obrestna mera v evroobmočju zmanjševala in dosegla dno marca 2016, ko je Mario Draghi javnost obvestil o znižanju obrestne mere na 0,00 %, kot podporno aktivnost kvantitativnega popuščanja, oživitve gospodarstva in preprečitve deflacije. Medtem ko ameriška centralna banka od leta 2016 nadaljuje z dvigi referenčne obrestne mere, namerava ECB nadaljevati s politiko ničelnih obrestnih mer vsaj še nekaj časa (Allen, 2016).

Skladno z novimi pravili Basla III in z njimi povezanimi ležarinami za hrambo denarja institucionalnih vlagateljev, imajo institucije spodbudo, da svoja sredstva premaknejo z bančnih računov. Ob rasti donosov zakladniških vrednostnih papirjev, se bo ta spodbuda še povečala. Najbližja alternativa bančnim računov, zato tudi najpredvidljivejša izbira vlagateljev, bo prenos sredstev v sklade denarnega trga s stabilno vrednostjo sredstev. V ZDA bodo to državni skladi denarnega trga, v EU najverjetneje SDT z manjšim nihanjem vrednosti sredstev. Kljub predvideni počasni rasti donosov skladov denarnega trga, se bodo skladi denarnega trga še nekaj časa soočali z okoljem nizkih obrestnih mer in pritiski dodatnih stroškov, kar bi znalo povzročiti konsolidacijo celotne panoge. Poudarek bo najverjetneje predvsem na doseganju ekonomij obsega, zapiranju majhnih in srednje velikih skladov ter razvoju velikih denarnih skladov.

## **SKLEP**

Kriza je močno pretresla globalne finančne trge in globoko zarezala v gospodarsko aktivnost skladov denarnega trga. Analiza finančnega sektorja s strani Odbora za finančno stabilnost in drugih institucij je denarne sklade opredelila kot sistemsko pomembne (Financial Stability Board, 2015). Sledile so številne mednarodne razprave o ureditvi in ukrepih, ki bi okrepili finančno stabilnost na svetovnih trgih ter zmanjšali učinke negativnih prelivanj na realni sektor (European Systemic Risk Board, 2012). Denarni skladi igrajo ključno vlogo na trgu kratkoročnega financiranja. Zaradi visokega deleža čezmejnih naložb delujejo kot transmisijski kanal negativnih vplivov, s čimer v finančni sistem vnašajo dodatna tveganja.

Ameriška komisija za vrednostne papirje in borzo je prvi sklop reform SDT predstavila 2010, leta 2014 je sledil drugi niz reform, ki je uvedel za panogo pomembnejše spremembe. Na drugi strani je evropski zakonodajni postopek Uredbo skladov denarnega trga sprejel šele leta 2017, skoraj desetletje po finančni krizi. Mnogi sprejeti ukrepi izhajajo iz dejstva, da so SDT veliko bolj tvegani, kot so bili sprva razumljeni in da obstajajo jasne povezave med senčnim bančnim sistemom in splošno finančno stabilnostjo. Poseben poudarek je bil na ureditvi skladov, ki prikazujejo stabilno vrednost sredstev. Prispevek magistrske naloge se nanaša na opredelitev skladov denarnega trga, ki določa njihove bistvene naloge in podrobno opredeljuje vlogo skladov v finančni krizi. Predstavljena sta pravni okvir SDT v EU in ZDA

v obliki sprememb glede na predhodno veljavno zakonodajo in primerjalna analiza ameriške in evropske regulative. Cilj naloge je obravnava ustreznosti sprejetih sprememb v Evropski uniji.

Magistrska naloga prispeva pomembno dognanje. Finančna stabilnost je odvisna od sposobnosti absorbiranja izgub in ne od prikazovanja konstantne ali variabilne vrednosti sredstev. Ker so reforme denarnih skladov temeljile predvsem na preoblikovanju strukture skladov, ki bi povečale odpornost skladov na tržne pretrese, je ocena sprejetih ukrepov negativna. Ugotovitve magistrske naloge razkrivajo pomanjkljivosti v sistemu sprejemanja zakonodajnih sprememb, ki je pogosto počasen, okoren, neaktualen. Največji problem predstavlja neustrezna obravnava izjemnih situacij. Zagotovo so uvedene spremembe napredek glede na predhodno zakonodajo, vendar so prizadevanja, da bi ukrepi povečali odpornost skladov denarnega trga za sedaj ostala neuresničena. Kritika novega pravnega okvira SDT gre predvsem površinski obravnavi sistemsko pomembnih tveganj in nejasni, celo izključujoči, opredelitvi ciljev finančne stabilnosti. Ukrepi ne zagotavljajo treh izjemno pomembnih pogojev finančne stabilnosti, preprečevanja prekomernega kopičenja tveganj, omejevanja učinkov okužb in uvedbe avtokorektivnih mehanizmov. Potrebna je temeljita raziskava delovanja denarnih skladov ob upoštevanju okolja in učinkov, ki jih bo sprejeta reforma imela na finančni trg. Uredbi Evropske unije manjka perspektiven pristop preoblikovanja SDT, ki upošteva, da lahko novi predpisi ali spremembe obstoječih predpisov ustvarijo nove priložnosti, kar lahko vodi do dodatnih inovacij in mutacij v sistemu. Da bi rešili take priložnosti z ustreznimi odzivi politike, je treba uveljaviti prožen, napreden in prilagodljiv postopek spremljanja razvoja skladov denarnega trga.

## LITERATURA IN VIRI

1. Agencija za trg vrednostnih papirjev. (b.l.). *Instrumenti denarnega trga*. Najdeno 15. maja 2017 na spletnem naslovu <http://vlagatelj.atvp.si/Default.aspx?id=30>
2. Allen, K. (2016, 10. marec). ECB cuts eurozone interest rate to zero to jump-start economy. *The Guardian*. Najdeno 6. septembra 2017 na spletnem naslovu <https://www.theguardian.com/business/2016/mar/10/ecb-cuts-eurozone-interest-rate-to-zero>
3. Anisdei, J., Bengtsson, E., Frison, D., & Ward, G. (2012, junij). Money Market Funds in Europe and Financial Stability. *European Systemic Risk Board Occasional Paper Series, no. 1*. Najdeno 27. avgusta 2017 na spletnem naslovu [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/occasional/20120622\\_occasional\\_paper\\_1.pdf?165c0fd2796ab2ee5505cc9d342cc30b](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/occasional/20120622_occasional_paper_1.pdf?165c0fd2796ab2ee5505cc9d342cc30b)
4. Baba, N., McCauley, R., & Ramaswamy, S. (2009, marec). U.S. dollar money market funds and non-U.S. banks. *BIS Quarterly Review, March*. Najdeno 20. avgusta 2017 na spletnem naslovu [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0903g.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0903g.pdf)
5. BlackRock, Inc. (2011). *Money Market Funds: Potential Capital Solutions*. Najdeno 10. oktobra 2017 na spletnem naslovu <https://www.blackrock.com/corporate/en-jp/literature/whitepaper/viewpoint-money-market-funds-potential-capital-solutions.pdf>
6. Blackwell, D. W., Troske, K. R. & Winters D. B. (2012). Money Market Funds Since the 2010 Regulatory Reforms. *U.S. Chamber of Commerce*. Najdeno 4. aprila 2017 na spletnem naslovu [https://www.uschamber.com/sites/default/files/legacy/reports/FinalpaperwithCover\\_smalltosend.pdf](https://www.uschamber.com/sites/default/files/legacy/reports/FinalpaperwithCover_smalltosend.pdf)
7. BNY Mellon. (2017). *EU Money Market Reform: An Overview*. Najdeno 19. oktobra 2017 na spletnem naslovu <https://www.bnymellonim.com/uk/en/institutional/wp-content/uploads/2017/03/Money-Market-Fund-Reforms-Flyer.pdf>
8. Brady, S. A., Anadu, K. E., & Cooper, N. R. (2012, 13. avgust). The stability of prime money market mutual funds: sponsor support from 2007 to 2011. *Federal Reserve Bank of Boston, Working paper RPA 12-3*. Najdeno 4. julija 2017 na spletnem naslovu <http://s1.downloadmienphi.net/file/downloadfile2/161/1400859.pdf>
9. Brooks, P. M. (2014). *Money Market Funds: Analyzing Reform*. University of New Hampshire, Honors Theses and Capstones, 207. Najdeno 10. junija 2017 na spletnem naslovu <http://scholars.unh.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1208&context=honors>
10. Caruana, J. (2010, februar). *Systemic risk: how to deal with it?* Bank For International Settlements. Najdeno 4. novembra 2017 na spletnem naslovu <https://www.bis.org/publ/othp08.html>
11. Charles Schwab & Co., Inc. (2015). *New rules for money market funds*. Najdeno 14. septembra 2017 na spletnem naslovu <http://content.schwab.com/web/as/public/mmfr/pdf/whitepaper.pdf>
12. Cliff Effect. (b.l.). V *The free dictionary by Farlex*. Najdeno 21. oktobra 2017 na spletni strani <https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Cliff+Effect>
13. Committee on European Security Regulators. (2010, 19. maj). *CESR's Guidelines on a common definition of European money market funds*. Pariz: Committee on European Security Regulators.



14. Di Maggio, M., & Kacperczyk, M. (2016, junij). *The unintended consequences of the zero lower bound policy*. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w22351.pdf>
15. Duygan-Bump, B., Parkinson P. M., Rosengren E. S., Suarez G. A., & Willen P. S. (2010, 29. april). *How Effective Were the Federal Reserve Emergency Liquidity Facilities? Evidence from the Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*. Federal Reserve Bank of Boston, Working Paper QAU10-3. Najdeno 3. junija 2017 na spletnem naslovu <https://www.bostonfed.org/publications/risk-and-policy-analysis/2010/how-effective-were-the-federal-reserve-emergency-liquidity-facilities-evidence-from-the-asset-backed-commercial-paper-money-market-mutual-fund-liquidity-facility.aspx>
16. European Systemic Risk Board. (2012, 20. december). *Priporočilo Evropskega odbora za sistemska tveganja*. Frankfurt am Main: European Systemic Risk Board.
17. European Systemic Risk Board. (2016a, julij). *EU Shadow Banking Monitor*. Frankfurt am Main: European Systemic Risk Board.
18. European Systemic Risk Board. (2016b, julij). *Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper*. Frankfurt am Main: European Systemic Risk Board.
19. Evropska centralna banka (b.l.). *Finančna stabilnost in makrobonitetna politika*. Najdeno 3. maja 2017 na spletnem naslovu <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.sl.html>
20. Evropska komisija. (2012, 19. marec). *Zelena knjiga. Bančni sistem v senci*. Bruselj: Evropska komisija.
21. Evropska komisija. (2013a, 4. september). *Bančni sistemi v senci – obravnavanje novih virov tveganja v finančnem sektorju*. Sporočilo Komisije svetu in Evropskemu parlamentu. Bruselj: Evropska komisija.
22. Evropska komisija. (2013b, 4. september). *Commission Staff Working Document. Impact Assessment*. Bruselj: Evropska komisija.
23. Evropska komisija. (2013c, 4. september). *New rules for Money Market Funds proposed – Frequently Asked Questions*. Memorandum Evropske komisije. Bruselj: Evropska komisija.
24. Evropska komisija. (2013d, 4. september). *Uredba Evropskega parlamenta in Sveta o skladih denarnega trga*. Predlog Evropske komisije. Bruselj: Evropska komisija.
25. Evropska komisija. (2013e, 4. september). *Delovni dokument služb Komisije. Povzetek ocene učinka Spremnih dokument k predlogu uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o skladih denarnega trga*. Bruselj: Evropska komisija.
26. Evropski parlament. (2012, 20. november). *European Parliament resolution of 20 November 2012 on Shadow Banking*. Najdeno 6. junija 2017 na spletnem naslovu <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2012-0427+0+DOC+XML+V0//EN>
27. Evropski parlament. (2015a, marec). *Money Market Funds. Impact Assessment of Substantive EP Amendments*. Študija Evropskega parlamenta. Bruselj: Evropski parlament.
28. Evropski parlament. (2015b, 29. april). *REGULATION (EU) 2015/... OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Money Market Funds*. Strasbourg: Evropski parlament.

29. Evropski parlament. (2016, februar). *Money Market Funds. Measures to improve stability and liquidity*. Bruselj: Evropski parlament.
30. Evropski parlament & Svet Evropske unije. (26. april 2017). *REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on money market funds*. Bruselj: Evropski parlament in Svet Evropske unije.
31. Evropska unija (2017). *Infografika – Skladi denarnega trga v EU*. Najdeno 4. junija 2017 na spletnem naslovu <http://www.consilium.europa.eu/sl/infographics/money-market-funds/>
32. Fidelity Investments. (b.l.). *What are money market funds?* Najdeno 17. novembra 2017 na spletnem naslovu <https://www.fidelity.com/learning-center/investment-products/mutual-funds/what-are-money-market-funds>
33. Financial Stability Board. (2015, 12. november). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*. Basel: Financial Stability Board.
34. Fisch, Jill E. (2015). *The Broken Buck Stops Here: Embracing Sponsor Support in Money Market Fund Reform*. North Carolina Law Review, Vol. 93, P. 935, 2015; European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 275/2014; U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 14-24. Najdeno 10. maja 2017 na spletnem naslovu [http://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2324&context=faculty\\_scholarship](http://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2324&context=faculty_scholarship)
35. Gordon, J. N., & Gandia, C.M. (2014, 27. april). Money Market Funds Run Risk: Will Floating Net Asset Value Fix the Problem?. *Columbia Business Law Review*, Vol. 2014, No.2. Najdeno 8. maja 2017 na spletnem naslovu <https://cblr.columbia.edu/wp-content/uploads/2014/08/1-Gordon-4.27-TOC-Introduction1.pdf>
36. Gunnarsdottir G., & Strömqvist M. (2010). Money Market Funds and Financial Stability. *Economic Review 2/2010*. Najdeno 5. junija 2017 na spletnem naslovu [http://www.riksbank.se/Upload/Dokument\\_riksbank/Kat\\_publicerat/Artiklar\\_PV/2010/er\\_2010\\_2\\_gunnarsdottir\\_stromqvist.pdf](http://www.riksbank.se/Upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Artiklar_PV/2010/er_2010_2_gunnarsdottir_stromqvist.pdf)
37. Hannam, M. (2013, januar). *Money Market Funds, Bank Runs and the First - Mover Advantage*. Institutional Money Market Fund Association. Najdeno 3. junija 2017 na spletnem naslovu [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2187818](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2187818)
38. Institutional Money Market Funds Association. (2014, julij). *IMMFA Position Papers*. London: Institutional Money Market Funds Association.
39. International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2012). *Policy recommendations for money market funds*. Najdeno 21. avgusta 2017 na spletnem naslovu [http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc\\_en/affairs/AffairsIOSCO/201210/P020121010500138903810.pdf](http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/affairs/AffairsIOSCO/201210/P020121010500138903810.pdf)
40. Investment Company Institute. (b.l.) *Money Market Fund Resource Center*. Najdeno 23. marca 2017 na spletnem naslovu <https://www.ici.org/mmfs>
41. Investment Company Institute. (2017a). *Research and Statistics* [database]. Najdeno 2. aprila 2017 na spletnem naslovu <https://www.ici.org/research/stats/worldwide>
42. Investment Company Institute. (2017b). *Research and Statistics* [database]. Najdeno 10. aprila 2017 na spletnem naslovu <https://www.ici.org/research/stats/mmf/>

43. Investment Company Institute. (2017c). *2017 Investment Company Fact Book*. Washington D. C.: Investment Company Institute.
44. Jager, Ž. (2016). *Primerjava intervencijske politike FED in ECB med finančno krizo (zaključna strokovna naloga)*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
45. Jank, S., & Wedow M. (2010, 30. september). *Sturm und Drang in Money Market Funds: When Money Market Funds Cease to be Narrow*. Najdeno 2. septembra 2017 na spletnem naslovu <http://www.cfr-cologne.de/download/workingpaper/cfr-10-16.pdf>
46. JPMorgan Chase & Co. (2017). *INVESTMENT PEERVIEW: Industry insights: See how your cash strategy compares*. Najdeno 25. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://am.jpmorgan.com/blob-gim/1383457620869/83456/2017%20PeerView%20Results%20Report.pdf>
47. Leber, M. (2005). *Banke in finančna stabilnost v novih članicah EU* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
48. Macey, J. R. (b. l.). *Reducing Systemic Risk: The Role of Money Market Mutual Funds as Substitutes for Federally Insured Bank Deposits*. (John M. Olin Ctr. for Studies in Law, Econ., and Pub. Policy Research Paper No. 422). Najdeno 5. junija 2017 na spletnem naslovu [https://www.law.berkeley.edu/files/bclbe/Macey-\\_\\_MMFs\\_as\\_Bank\\_Substitutes.pdf](https://www.law.berkeley.edu/files/bclbe/Macey-__MMFs_as_Bank_Substitutes.pdf)
49. Mai, H. (2015). *Money market funds – an economic perspective*. Deutsche Bank Research. Najdeno 1. julija 2017 na spletnem naslovu [https://www.dbresearch.com/PROD/RPS\\_EN-PROD/PROD000000000441776/Money\\_market\\_funds\\_%E2%80%93\\_an\\_economic\\_perspective%3A\\_Matc.pdf](https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441776/Money_market_funds_%E2%80%93_an_economic_perspective%3A_Matc.pdf)
50. McCabe, P. E. (2010, 12. september). *The Cross Section of Money Market Fund Risks and Financial Crises (September 12, 2010)*. FEDS Working Paper No. 2010-51. Najdeno 3. julija 2017 na spletnem naslovu <https://ssrn.com/abstract=1684802>
51. Moody's. (2010). *Moody's: Manager support key to money market fund stability* [announcement]. Najdeno 27. avgusta 2017 na spletnem naslovu [https://www.moodys.com/research/Moodys-Manager-support-key-to-money-market-fund-stability--PR\\_203913](https://www.moodys.com/research/Moodys-Manager-support-key-to-money-market-fund-stability--PR_203913)
52. Odbor za finančno stabilnost. (2015). *Letno poročilo Odbora za finančno stabilnost*. Ljubljana: Odbor za finančno stabilnost.
53. Rosengren, E. S. (2013, 27. september). *Money Market Mutual Funds and Stable Funding*. Federal Reserve Bank of Boston. Najdeno 16. maja 2017 na spletnem naslovu <https://www.bostonfed.org/news-and-events/speeches/money-market-mutual-funds-and-stable-funding.aspx>
54. Schinasi, G. J. (2004, oktober). *Defining Financial Stability. IMF Working Paper WP/04/187*. Najdeno 4. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04187.pdf>
55. Schneider, J.M. (2014, julij). *Money Market Reform: Reflections on This Critical Inflection Point for Cash Liquidity Investing*. Najdeno 22. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://www.pimco.com/en-us/insights/investment-strategies/featured-solutions/money-market-reform-reflections-on-this-critical-inflection-point-for-cash-liquidity-investing>

56. Scott, H. (2011). *Contagion in the Financial Crisis and What to Do About It in the Future*. Najdeno 8. maja 2017 na spletnem naslovu [http://isites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic954703.files/Paper04\\_Scott\\_10-4.pdf](http://isites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic954703.files/Paper04_Scott_10-4.pdf)
57. Shilling, H. (2010, 9. avgust). *Sponsor Support Key to Money Marketed Funds*. Moody's Investors Service, Inc. Najdeno 20. avgusta 2017 na spletnem naslovu [https://files.alston.com/files/docs/Moody's\\_Report.pdf](https://files.alston.com/files/docs/Moody's_Report.pdf)
58. State Street Corporation. (2015). *Global Cash*. Najdeno 7. septembra 2017 na spletnem naslovu <https://www.ssga.com/publications/investment-quarterly/2015-Global-Cash-Outlook-New-World-of-Cash.pdf>
59. Svet Evropske unije. (b.l.-a). *Skladi denarnega trga: ključna dejstva in številke*. Najdeno 2. oktobra 2017 na spletnem naslovu <http://www.consilium.europa.eu/sl/policies/money-market-funds-timeline/key-facts-mmfs/>
60. Svet Evropske unije. (b.l.-b). *Money Market Funds*. Najdeno 11. julija 2017 na spletnem naslovu <http://www.consilium.europa.eu/en/policies/money-market-funds/>
61. Svet Evropske unije. (b.l.-c). *Sprejeta pravila o skladih denarnega trga* [press release]. Najdeno 14. avgusta 2017 na spletnem naslovu <http://www.consilium.europa.eu/sl/press/press-releases/2017/05/16-money-market-fund-rules-adopted/>
62. Svet Evropske unije. (2016, 10. junij). *Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Money Market Funds*. Bruselj: Svet Evropske unije.
63. Tuffy, S. (2017, 1. maj). *A New Age for EU Money Market Funds is on the Horizon*. Najdeno 27. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://ontheregs.com/2017/05/01/a-new-age-for-eu-money-market-funds-is-on-the-horizon/>
64. U.S. Department of the Treasury. (2008). *Treasury Announces Temporary Guarantee Program for Money Market Funds* [Press release]. Najdeno 9. februarja 2017 na spletnem naslovu <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp1161.aspx>
65. U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). (b.l.-a). *Money Market Funds*. Najdeno 15. maja 2017 na spletnem naslovu <https://www.sec.gov/spotlight/money-market.shtml>
66. U.S. Securities and Exchange Commission. (b.l.-b) Current NRSROs. Najdeno 22. septembra 2017 na spletnem naslovu <https://www.sec.gov/ocr/ocr-current-nrsros.html>
67. U.S. Securities and Exchange Commission. (b.l.-c). *The Laws That Govern the Securities Industry*. Najdeno 7. oktobra 2017 na spletnem naslovu <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html>
68. U.S. Securities and Exchange Commission. (2014a). *Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF*. Popravek pravila. Washington, D. C.: U.S. Securities and Exchange Commission. Najdeno 17. aprila 2017 na spletnem naslovu <https://www.sec.gov/rules/final/2014/33-9616.pdf>
69. U.S. Securities and Exchange Commission. (2014b). *SEC Adopts Money Market Fund Reform Rules* [press release]. Najdeno 22. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://www.sec.gov/news/press-release/2014-143>
70. Vanguard. (b.l.-a). *Money market reform: Understanding the SEC rules*. Najdeno 22. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://institutional.vanguard.com/VGApp/iip/site/institutional/investments/MoneyMarketReform>

71. Vanguard. (b.l.-b). *Price History Search*. Najdeno 28. avgusta 2017 na spletnem naslovu <https://personal.vanguard.com/us/funds/tools/pricehistorysearch>
72. Zakon o makrobonitetnem nadzoru finančnega sistema (ZMbNFS). *Uradni list RS* št. 100/2013.



## **PRILOGE**





## **KAZALO PRILOG**

PRILOGA 1: Seznam kratic .....	1
PRILOGA 2: Slovar angleških izrazov .....	2
PRILOGA 3: Primerjava stališč predlogov Uredbe Evropske komisije, Evropskega parlamenta in Sveta Evropske unije.....	4



## **PRILOGA 1: Seznam kratic**

ABCP - Komercialni zapisi, zavarovani s premoženjem (angl. *Asset-Backed Commercial Paper*)

AIS - Alternativni investicijski skladi

AMLF - Likvidnostnega sklad za pomoč vzajemnim skladom denarnega trga (angl. *Asset backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquid Facility*)

CESR - Odbor evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (angl. *Committee of European Securities Regulators*)

COREPER - Komite stalnih predstavnikov Evropske unije (fra. *Comité des représentants permanents*)

ČVS - Čista vrednost sredstev

DZU - Družba za upravljanje

ECON - Odbor za ekonomske in monetarne zadeve (angl. *Committee on Economic and Monetary Affairs*)

ESMA - Organ za vrednostne papirje in trge (angl. *European Securities and Markets Authority*)

EU - Evropska unija

FI - Finančni instrument

FSB - Odbor za finančno stabilnost (angl. *Financial Stability Board*)

IMMFA - Združenje institucionalnih skladov denarnega trga (angl. *Institutional Money Market Funds Association*)

IOSCO - Mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev (angl. *International Organization of Securities Commissions*)

KNPVP - Kolektivni naložbeni podjetji za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje

KNVS - Konstantna neto vrednost sredstev

NVS - Neto vrednost sredstev

SDT - Sklad(i) denarnega trga

SDT KNVS - Sklad(i) denarnega trga s konstantno neto vrednostjo sredstev

SDT MNNVS - Sklad(i) denarnega trga z manjšim nihanjem neto vrednosti sredstev

SDT VNVS - Sklad(i) denarnega trga variabilno neto vrednostjo sredstev

SEC - Ameriška Komisija za vrednostne papirje in borzo (angl. *U.S. Securities and Exchange Commission*)

TARP - Program finančne pomoči za oslABLJENA sredstva (angl. *Trouble Asset Relief Program*)

WAL - Tehtano povprečno trajanje (angl. *Weighted Average Life*)

WAM - Tehtana povprečna zapadlost (angl. *Weighted Average Maturity*)

VEP - Vrednost enote premoženja

VNVS - Variabilna neto vrednost sredstev

ZDA - Združene države Amerike

## **PRILOGA 2: Slovar angleških izrazov**

*affiliate sponsor support* - sponzorska podpora s strani podružnice  
*amortized cost method* - metoda odplačne vrednosti  
*ancillary liquid assets* - dodatna likvidna sredstva  
*Asset backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquid Facility* - Likvidnostna pomoč vzajemnim skladom denarnega trga  
*asset-backed commercial paper* - komercialni zapisi zavarovani s premoženjem  
*asset-backed securities* - listinjeni vrednostni papirji  
*Bank for International Settlements* - Banka za mednarodne poravnave  
*bid-ask spreads* - cenovni razponi med povpraševanjem in ponudbo  
*breaking the buck* - preboj dna  
*cliff effect* - učinek naglega upada  
*Committee of European Securities Regulators* - Odbor evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje  
*connectedness* - medsebojna povezanost  
*contagion* - širitev negativnih vplivov  
*contagion effect* - učinek negativnih vplivov  
*correlation* - korelacija  
*cross sectional variation* - presečne variacije  
*default risk* - tveganje neplačila, neizpolnjevanja obveznosti  
*division of economic and risk analysis* - Oddelek za ekonomsko analizo in analizo tveganja  
*European Securities and Markets Authority* - Organ za vrednostne papirje in trge  
*Federal Reserve Board* - Odbor za zvezne rezerve  
*fee waiver* - opustitev upravljavskih provizij  
*Financial Stability Board* - Odbor za finančno stabilnost  
*first mover advantage* - prednost prvega na trgu  
*free-riding* - neupravičeno okoriščanje  
*government bailout* - reševanje s strani države  
*government money market funds* - zakladniški (tudi državni, javni) skladi denarnega trga  
*Green Paper Shadow Banking* - Zelena knjiga bančništva v senci  
*International Organization of Securities Commissions* - Mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev  
*Investment Company Act of 1940* - Zakon o investicijskih družbah 1940  
*Investment Company Institute* – Nacionalno združenje ameriških investicijskih družb  
*investor risk* - tveganje vlagatelja  
*liquidity coverage ratio* - kazalnik kritja likvidnosti  
*liquidity fees* - provizije za likvidnost, likvidnostne provizije  
*loss absorbancy capital* - kapital za pokritje izgub  
*know your customer* - poznaj svojo stranko  
*market-based financing* - tržno financiranje

*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* - nacionalno priznane statistične ocenjevalne agencije

*non-government securities* - nedržavni vrednostni papirji

*portfolio risk* - portfeljsko tveganje

*prime money market funds* - prvovrstni skladi denarnega trga

*redemption gate* - začasna ustavitev (prekinitev, omejitev) odkupov

*run* - beg vlagateljev

*screen* – pregled

*U.S. Securities and Exchange Commission* - Komisija za vrednostne papirje in borzo

*shadow banking* - vzporedni bančni sistem, bančni sistem v senci, senčno bančništvo

*solvency risk* - tveganje plačilne sposobnosti

*sponsor* - sponzor

*sponsor risk* - tveganje sponzorja

*subprime crisis* - kriza drugorazrednih hipotekarnih posojil

*tax-exempt money market funds* - davka oproščeni skladi denarnega trga

*Troubled Asset Relief Program* - Program finančne pomoči oslabljenim sredstvom

### PRILOGA 3: Primerjava stališč predlogov Uredbe Evropske komisije, Evropskega parlamenta in Sveta Evropske unije

Tabela 1: Primerjava stališč predlogov Uredbe Evropske komisije, Evropskega parlamenta in Sveta Evropske unije

Področje	Evropska komisija	Evropski parlament	Svet Evropske unije
Vrste skladov denarnega trga	<ul style="list-style-type: none"> <li>- SDT VNVS</li> <li>- SDT KNVS</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- SDT VNVS</li> <li>- SDT KNVS za male vlagatelje</li> <li>- SDT KNVS za naložbe v instrumente javnega dolga</li> <li>- SDT MNNVS</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- SDT VNVS</li> <li>- SDT KNVS za naložbe v instrumente javnega dolga</li> <li>- SDT MNNVS</li> </ul>
Upravičene naložbe	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Instrumenti denarnega trga</li> <li>- Depoziti pri kreditnih institucijah</li> <li>- Izvedeni finančni instrumenti (v nadaljevanju tudi FI)</li> <li>- Pogodbe o začasnem odkupu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Instrumenti denarnega trga</li> <li>- Finančni instrumenti, ki jih izda ali zanje jamčijo uprave nacionalnih, regionalnih in lokalnih držav članic ali njihovih centralnih bank, institucij, organov, uradov ali agencij Unije</li> <li>- Depoziti pri kreditnih institucijah</li> <li>- Izvedeni finančni instrumenti, ki se uporabljajo izključno za zavarovanje pred tveganji</li> <li>- Pogodbe o povratni prodaji ali pogodbe o povratnem nakupu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Instrumenti denarnega trga visoke kakovosti</li> <li>- Upravičena listinjenja in premoženja kritih komercialnih zapisov</li> <li>- Depoziti pri kreditnih institucijah</li> <li>- Izvedeni finančni instrumenti</li> <li>- Pogodbe o povratni prodaji in pogodbe o povratnem nakupu</li> <li>- Enote ali deleži drugih SDT</li> </ul>
Koncentracija	10 %	5 %	10 %
Diverzifikacija	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 5 % omejitev v instrumente denarnega trga istega izdajatelja; depozite, sklenjene pri isti kreditni instituciji; do posamezne stranke pri poslih s FI OTC.</li> <li>- 10 % skupna izpostavljenost do listinjenih vrednostnih papirjev.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 5 % omejitev v instrumente denarnega trga istega izdajatelja; depozite, sklenjene pri isti kreditni instituciji; do posamezne stranke pri poslih s FI OTC.</li> <li>- 10 % skupna izpostavljenost do listinjenja.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 5 % omejitev v instrumente denarnega trga istega izdajatelja; do posamezne stranke pri poslih s FI OTC</li> <li>- 10 % omejitev v instrumente denarnega trga istega izdajatelja za SDT VNVS pod pogoji;</li> <li>- 15 % omejitev v depozite, sklenjene pri isti kreditni instituciji;</li> </ul>

"se nadaljuje"

"nadaljevanje"

Področje	Evropska komisija	Evropski parlament	Svet Evropske unije
Diverzifikacija	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Pogodbe o začasnem odkupu morajo biti v celoti zavarovane s premoženjem, za omejevanje operativnega tveganja pa ena nasprotna stran pogodbe o začasni prodaji ne sme predstavljati več kot 20 % sredstev SDT.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 10 % omejitev do ene nasprotne stranke pri pogodbi o začasnem odkupu;</li> <li>- 8 % omejitev na izdajatelja za SDT javnega dolga in standardne SDT na kombinacijo naložb v instrumente denarnega trga, depozite, derivative.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- največ 20 % oz. 25 % skupna izpostavljenost do listinjenih vrednostnih papirjev, vključno z ABCP pod pogoji;</li> <li>- 20 % omejitev do ene nasprotne stranke pri pogodbi o začasnem odkupu;</li> <li>- 20% omejitev na posameznega izdajatelja na kombinacijo naložb v instrumente denarnega trga, depozite, derivative.</li> </ul>

*Vir: Prirejeno po Evropska komisija, Uredba Evropskega parlamenta in Sveta o skladih denarnega trga, 2013; Evropski parlament, Regulation (EU) 2015 / ... of the European Parliament and of the Council on Money Market Funds, 2015; Svet Evropske unije, Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Money Market Funds, 2016.*