ЕВРОПЕЙСКА
КОМИСИЯ

Брюксел, 11.5.2026 г.
COM(2026) 350 final

ДОКЛАД НА КОМИСИЯТА ДО ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И СЪВЕТА

относно целесъобразността на Регламент (ЕС) 2017/1131 на Европейския парламент и на Съвета относно фондовете на паричния пазар от гледна точка на пруденциалните и икономическите аспекти

РЕЗЮМЕ

Регламентът за фондовете на паричния пазар (Регламентът за ФПП) влезе в сила през 2018 г. и установи цялостна рамка за фондовете на паричния пазар (ФПП) от ЕС. В него се признава тяхната ключова роля във финансирането на икономиката, по-специално при краткосрочното финансиране на държавните органи и предприятията, както и в удовлетворяването на нуждите на инвеститорите. ФПП от ЕС представляват ликвиден и добре регулиран инвестиционен инструмент, който допринася за постигането на целите на съюза на спестяванията и инвестициите.

Регламентът за ФПП съдържа предпазни мерки, които имат за цел да укрепят устойчивостта на ФПП, което е от съществено значение за доверието на инвеститорите в този продукт. В доклада на Комисията относно ФПП от 2023 г.[1] се констатира, че рамката действа като цяло ефективно за намаляване на ликвидните рискове, и се посочват някои аспекти на тези рискове, които изискват по-нататъшна оценка. В настоящия доклад са представени резултатите от допълнителната аналитична работа, проведена във връзка с ликвидните рискове, както и заключенията относно подобряването на устойчивостта на ФПП.

ФПП са разнообразни и в зависимост от вида си (според нетната стойност на активите — съответно с променлива НСА, със слабо променлива НСА или с постоянна НСА), валутата, инвеститорите и предназначението си са изложени в различна степен на шокове на ликвидността. Поради тези различия ФПП поддържат ликвидни буфери над изискваните минимални нива, като отчитат специфичните характеристики на всеки фонд и резултатите от стрес тестовете. Този предпазлив подход на лицата, управляващи ФПП, може да се обясни с внимателния контрол от страна на инвеститорите (възможен благодарение на правилата за прозрачност по Регламента за ФПП), регулаторния надзор и опасенията от репутационни рискове.

Благодарение на активното управление на ликвидния риск и ефективния надзор ФПП доказаха способността си да възстановяват ликвидните буфери дори в периоди на пазарно напрежение. Това показва, че различните механизми, предвидени в Регламента за ФПП, са били прилагани последователно под координацията на Европейския орган за ценни книжа и пазари (ЕОЦКП).

В настоящия доклад е направена оценка на устойчивостта на седмичните ликвидни активи (СЛА), която се счита за полезен показател за управлението и надзора на ликвидния риск. Въз основа на задълбочен анализ на данните в настоящия доклад се стига до заключението, че подходящите референтни нива на СЛА („нива на пазарна устойчивост“) са 20 % за ФПП с променлива НСА и 40 % за ФПП с постоянна НСА и ФПП със слабо променлива НСА.

Поради това Комисията счита, че тези нива на пазарна устойчивост могат да служат като ориентир за лицата, управляващи ФПП, по-специално за лицата, отговарящи за управлението на риска, както и за националните компетентни органи, с цел да се улесни идентифицирането на ситуации, които могат да наложат по-внимателно наблюдение и засилено надзорно участие.

[1] Доклад на Комисията до Европейския парламент и Съвета относно целесъобразността на Регламент (ЕС) 2017/1131 на Европейския парламент и на Съвета относно фондовете на паричния пазар от гледна точка на пруденциалните и икономическите аспекти (COM(2023) 452): EUR-Lex — 52023DC0452 — BG — EUR-Lex

Съдържание

РЕЗЮМЕ **1**

СЪКРАЩЕНИЯ **3**

1 ВЪВЕДЕНИЕ **5**

2 ОЦЕНКА НА УПРАВЛЕНИЕТО НА ЛИКВИДНОСТТА НА ФПП **8**

2.1 Нива на ликвиден буфер 8

2.2 По какъв начин ФПП удовлетворяват исканията за откупуване 13

3 ОЦЕНКА НА ПОДХОДЯЩИТЕ НИВА НА УСТОЙЧИВОСТ НА ФПП **16**

4 ЗАКЛЮЧЕНИЕ **17**

5 ПРИЛОЖЕНИЕ I: НИВА НА ЛИКВИДНИТЕ БУФЕРИ **18**

5.1 Статистически данни за нивата на ликвиден буфер 18

5.2 Примери за ФПП, които са засегнати от силни шокове във връзка с откупуването 18

6 ПРИЛОЖЕНИЕ II: ДИНАМИКА НА ОТКУПУВАНИЯТА ПРИ УСЛОВИЯ НА ПАЗАРНО НАПРЕЖЕНИЕ **20**

6.1 Пазарно напрежение в началото на пандемията от COVID-19 20

6.1.1 Общо въздействие върху пазара **20**

6.1.2 Нееднородни ефекти и реакции сред ФПП **20**

6.2 Пазарно събитие, свързано с инвестиции, основани на пасиви 21

7 ПРИЛОЖЕНИЕ III: НИВА НА УСТОЙЧИВОСТ НА ПАЗАРА **25**

7.1 Калибриране на шоковете във връзка с откупуването 25

7.2 Калибриране на „праговете на устойчивост на пазара“ 25

СЪКРАЩЕНИЯ

ДЛУАИФ	Директива за лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове
ФПП с постоянна НСА	ФПП с постоянна нетна стойност на активите, инвестиращи в държавни дългови инструменти, съгласно определението в член 2, точка 11 от Регламента за ФПП
ДЛА	Дневни ликвидни активи в съответствие с изискванията, предвидени в член 24, параграф 1, букви в) и г) и член 25, параграф 1, буква в) от Регламента за ФПП
ЕЦБ	Европейска централна банка
ЕОЦКП	Европейски орган за ценни книжа и пазари
ЕССР	Европейски съвет за системен риск
EUR	Евро
СФС	Съвет за финансова стабилност
GBP	Британска лира
ИУЛ	Инструмент за управление на ликвидността
ФПП със слабо променлива НСА	ФПП със слабо променлива нетна стойност на активите съгласно определението в член 2, точка 12 от Регламента за ФПП
УЛР	Управление на ликвидния риск
ФПП	Фонд на паричния пазар Под ФПП се разбират фондове, регистрирани в ЕС, освен ако не е посочено друго (напр. ФПП от САЩ)
Лице, управляващо ФПП	Лице, управляващо ФПП, съгласно определението в член 2, точка 23 от Регламента за ФПП
Регламент за ФПП	Регламент (ЕС) 2017/1131 относно фондовете на паричния пазар
НСА	Нетна стойност на активите
НКО	Национални компетентни органи са компетентните органи на ФПП съгласно определението в член 2, точка 17 от Регламента за ФПП
ССИ	Съюз на спестяванията и инвестициите — инициатива на Европейската комисия, чиято цел е да създаде по-добри финансови възможности за гражданите на ЕС, като същевременно укрепи способността на финансовата система да свързва спестяванията с продуктивни инвестиции
USD	Щатски долар
ПКИПЦК	Предприятия за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа
ФПП с променлива НСА	ФПП с променлива нетна стойност на активите съгласно определението в член 2, точка 13 от Регламента за ФПП
СП	Среднопретеглена продължителност съгласно определението в член 2, точка 20 от Регламента за ФПП
СМ	Среднопретеглен срок до падежа съгласно определението в член 2, точка 19 от Регламента за ФПП
СЛА	Седмични ликвидни активи в съответствие с изискванията, предвидени в член 24, параграф 1, букви д) и е) и член 25, параграф 1, буква г) от Регламента за ФПП
Доклад относно ФПП от 2023 г.	Доклад на Комисията до Европейския парламент и Съвета относно целесъобразността на Регламент (ЕС) 2017/1131 на Европейския

парламент и на Съвета относно фондовете на паричния пазар от гледна точка на пруденциалните и икономическите аспекти (COM(2023) 452)

1 ВЪВЕДЕНИЕ

ФПП играят ключова роля във финансовата система като инструменти за управление на паричните средства на търговските предприятия и като възможност за инвеститорите, които търсят инвестиции със слаба променливост и по-висока доходност в сравнение с банковите депозити. Увеличението на активите на ФПП от ЕС през последните пет години (+45 % за периода 2019—2024 г.) е доказателство за успеха на тази рамка. Към края на 2024 г. 455 ФПП разполагаха в ЕС с активи на обща стойност около 1,95 трилиона евро. ФПП от ЕС са установени предимно в Ирландия, Люксембург и Франция. В резултат на това ФПП от ЕС предлагат регулиран инвестиционен инструмент, който допринася за разнообразяването на инвестиционните възможности и управлението на риска, в съответствие с целите на съюза на спестяванията и инвестициите (ССИ). Те предлагат и допълнителни възможности за финансиране на предприятията в ЕС, като им дават възможност да се разрастват, да въвеждат иновации и да създават работни места.

Кратък преглед на ФПП от ЕС

- Деноминирани в евро (приблизително 45 %), в щатски долари (приблизително 32 %) и в британски лири (приблизително 23 %).
- Установени в Ирландия (44 %), Люксембург (30 %) и Франция (24 %).
- Притежавани от професионални инвеститори (90 %), включително инвеститори извън ЕС за ФПП, регистрирани в Ирландия (77 %) и в Люксембург (63 %).
- ФПП със слабо променлива НСА (приблизително 46 %), ФПП с променлива НСА (приблизително 43 %) и ФПП с постоянна НСА (приблизително 11 % от НСА).

Източник: ЕОЦКП, пазар на ФПП от ЕС през 2023 г. и данни за четвъртото тримесечие на 2024 г.

През 2018 г. влезе в сила Регламентът за ФПП, който установи цялостна регулаторна и надзорна рамка за ФПП от ЕС, които „предоставят краткосрочно финансиране на финансовите институции, дружествата и правителствата [и] допринасят за финансирането на икономиката на Съюза“ (съображение 1 от Регламента за ФПП).

Директивите за ЛУАИФ и ПКИПЦК бяха преразгледани с цел въвеждането на по-строга и по-хармонизирана рамка за управление на ликвидния риск, конкретно чрез изискването управляващите лица да избират и прилагат най-малко един инструмент за управление на ликвидността от предварителен списък. Тази рамка, която влиза в сила от 16 април 2026 г., подобрява съгласуваността между фондовете и укрепва общата финансова стабилност.

Регламентът за ФПП осигурява хармонизирана рамка за укрепване на устойчивостта на сектора и ограничаване на системния риск, като разпоредбите му обхващат, наред с другото, допустимите активи, състава на портфейла, оценяването, управлението на риска, забраната за използване на ливъридж, прозрачността и отчитането. Изискванията за състава на портфейла са основен стълб на Регламента за ФПП. Те включват разпоредби, целящи да гарантират ликвидността на ФПП, например разпоредби относно ликвидните буфери, както и разпоредби, описващи ролята и задълженията на лицето, управляващо ФПП (например ограниченията по отношение на срок до падежа и кредитно качество[2], вж. по-долу). Различните видове ФПП от ЕС, както и основните им характеристики и регулаторни изисквания са представени в таблица 1. В нея са посочени минималните регулаторни прагове за дневните и седмичните ликвидни активи

[2] Лицата, управляващи ФПП, носят отговорност за осигуряване на спазването на Регламента за ФПП. Те имат конкретни задължения, като например оценяване на кредитното качество на активите на ФПП, провеждане на стрес тестове, оценяване на активите и оповестяване по отношение на инвеститорите.

(ДЛА и СЛА), които ФПП трябва да поддържат. Минималните прагове, предвидени в Регламента за ФПП, имат за цел да гарантират, заедно с други предпазни мерки, че ФПП ще могат да удовлетворяват исканията за откупуване на инвеститорите във времето.

Таблица 1: Основни изисквания и характеристики на ФПП от ЕС

	Краткосрочен ФПП			Стандартен ФПП
	Със стабилна НСА		С променлива НСА	
Изисквания	**С постоянна НСА**	**Със слабо променлива НСА**	**Краткосрочен ФПП с променлива НСА**	**Стандартен ФПП с променлива НСА**
СМ	Макс. 60 дни			Макс. 6 месеца
СП	Макс. 120 дни			Макс. 12 месеца
Срок до падежа на активите	Макс. 397 дни			Макс. 2 години с дата на актуализация на 397 дни
ДЛА	Мин. 10 %		Мин. 7,5 %	
СЛА	Мин. 30 % (вкл. до 17,5 % държавен дълг със срок до падежа до 190 дни)		Мин. 15 %	
Други	Липса на ливъридж, диверсификация, изисквания за кредитно качество, прозрачност и отчитане			

През 2023 г. Комисията публикува доклад[3] („доклада относно ФПП от 2023 г.“), от който става видно, че „Регламентът за ФПП е преминал успешно теста на засегналите ФПП затруднения с ликвидността по време на свързаните с COVID-19 пазарни сътресения през март 2020 г., неотдавнашните увеличения на лихвените проценти и свързаното с тях преоценяване на финансовите активи“[4]. Въпреки че в доклада се стига до заключението, че рамката като цяло е успяла да гарантира устойчивостта на сектора, в него се подчертават някои аспекти на управлението на ликвидния риск, които се нуждаят от по-задълбочена оценка, за да се гарантира устойчивостта на ФПП.

Като продължение на доклада относно ФПП от 2023 г. настоящият доклад оценява функционирането на ФПП въз основа на задълбочена аналитична работа и използва множество източници на данни[5] и консултации[6], за да се проучи как се управляват ликвидните рискове. В него се оценява как ФПП реагират на шокове на ликвидността и как лицата, които ги управляват, ограничават ликвидния риск, по-специално чрез ликвидни буфери.

В настоящия доклад се представят ключовите констатации от оценката на управлението на ликвидността на ФПП (раздел 2) и анализ на подходящите нива на пазарна устойчивост (раздел 3). В приложенията се съдържа по-задълбочен технически анализ на тези теми.

[3] Комисията приема доклад относно функционирането на Регламента относно фондовете на паричния пазар (ФПП) — Финанси

[4] Доклад относно ФПП от 2023 г., стр. 21.

[5] Данните са получени от следните източници: данни от Crane, Morningstar, ЕОЦКП и НКО.

[6] Целева консултация на Комисията относно функционирането на Регламента за ФПП, 12 април 2022 г., и целева консултация на Комисията за оценка на адекватността на макропруденциалните политики за финансовото посредничество от небанкови финансови институции (NBFI), 22 май 2024 г.

2 ОЦЕНКА НА УПРАВЛЕНИЕТО НА ЛИКВИДНОСТТА НА ФПП

2.1 Нива на ликвиден буфер

Комисията извърши анализ на ликвидните буфери както за целия сектор (макроанализ), така и на равнище отделни ФПП (микрониво), за да разбере как се определят техните нива и дали наблюдаваните пазарни практики са последователни.

Ключова констатация 1: Повечето ФПП от ЕС поддържат ликвидни буфери, които значително надвишават минималните изисквания, определени в Регламента за ФПП

ФПП прилагат широк спектър от нива на ликвиден буфер, съобразени с конкретната им ситуация, и по-специално с вероятността да получат искания за откупуване с различен размер в зависимост от инвеститорската им база. В периода от първото тримесечие на 2020 г. до четвъртото тримесечие на 2025 г. ФПП с променлива НСА поддържат средно най-малко 19 % в ДЛА и 29 % в СЛА, в сравнение с регулаторните минимални стойности от съответно 7,5 % и 15 %, докато ФПП с постоянна НСА и ФПП със слабо променлива НСА поддържат дори по-високи буфери — средно 36 % в ДЛА и 54 % в СЛА — в сравнение с минималните регулаторни прагове от съответно 10 % и 30 %.

В таблица 2 е представено разпределението на ДЛА и СЛА по вид на ФПП за шестгодишен период. Например по отношение на разпределението на СЛА за ФПП със слабо променлива НСА средният буфер е бил 50 %, докато за ФПП със слабо променлива НСА средният буфер е бил под 43 % за 25-ия процентил и 54 % за 75-ия процентил. Тези данни показват, че при по-голямата част от ФПП със слабо променлива НСА (75 %) средната стойност на СЛА е била над 43 %. Подобни констатации могат да се наблюдават и при останалите категории на ФПП, както и при съответните им ДЛА.

Таблица 2: Разпределение на ДЛА и СЛА по вид на ФПП за шестгодишен период (в % от НСА на ФПП)

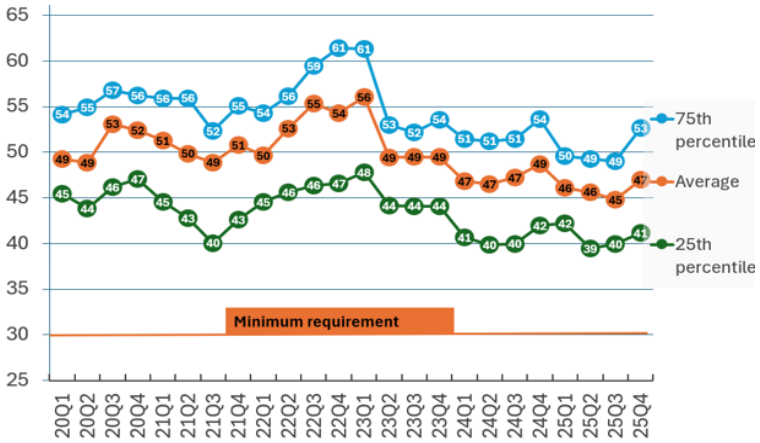
		Вид ФПП			
		С постоянна НСА	**Със слабо променлива НСА**	**Краткосрочен ФПП с променлива НСА**	**Стандартен ФПП с променлива НСА**
ДЛА	**25-ти процентил**	24 %	25 %	11 %	8 %
	Средно	40 %	33 %	22 %	15 %
	75-ти процентил	53 %	38 %	28 %	18 %
СЛА	**25-ти процентил**	41 %	43 %	22 %	16 %
	Средно	59 %	50 %	35 %	24 %
	75-ти процентил	76 %	54 %	43 %	28 %

Източници: Европейска комисия въз основа на данни на ЕОЦКП за периода от първото тримесечие на 2020 г. до четвъртото тримесечие на 2025 г.

Фактът, че повечето ФПП от ЕС поддържат ликвидни буфери, значително надвишаващи минималните изисквания, определени в Регламента за ФПП, се обяснява с общоприетия предпазлив подход на тези фондове, обусловен от строгия надзор, внимателния контрол от страна на инвеститорите (подпомогнат от изискванията за прозрачност на Регламента за ФПП) и повишената чувствителност към репутационни рискове. Това поведение остава относително

стабилно във времето, с известни колебания (вж. диаграма 1 относно ФПП със слабо променлива НСА и приложение I). Диаграма 1 показва, че най-ниското ниво, наблюдавано в периода 2020—2025 г., е среден ликвиден буфер от 45 %, като 25-ият процентил никога не е спадал под средна стойност от 40 % (второ тримесечие на 2025 г.).

Диаграма 1: Тенденции в разпределението на СЛА за ФПП със слабо променлива НСА



Източник: Европейска комисия, въз основа на данни на ЕОЦКП за периода от първото тримесечие на 2020 г. до четвъртото тримесечие на 2025 г.

Забележка: Тенденции в средната стойност на СЛА и 25-ия и 75-ия процентил на СЛА (като процент от НСА) във ФПП със слабо променлива НСА.

Подобни тенденции се наблюдават и при други количествени изисквания съгласно Регламента за ФПП, което сочи за предпазлив подход в целия сектор на ФПП. Например нивата на СП остават значително под приложимите регулаторни максимални стойности. При ФПП с постоянна НСА, ФПП със слабо променлива НСА и краткосрочни ФПП с променлива НСА средната и медианната стойност на СП като цяло са варирали между 40 и 65 дни, в сравнение с регулаторния максимум от 120 дни. Това показва, че падежните срокове на активите са средно с един до два-три пъти по-кратки от регулаторния праг, **което позволява по-бързо възстановяване на средствата и допринася за попълването на ликвидните буфери**. Стандартните ФПП с променлива НСА са отбелязали по-високи нива на СП, като средната и медианната стойност са били около 110—125 дни, което е значително под регулаторния таван от 360 дни[7].

Ключова констатация 2: ФПП поддържат различни нива на ликвидни буфери поради своите особености, дължащи се на различна степен на потенциални шокове на ликвидността

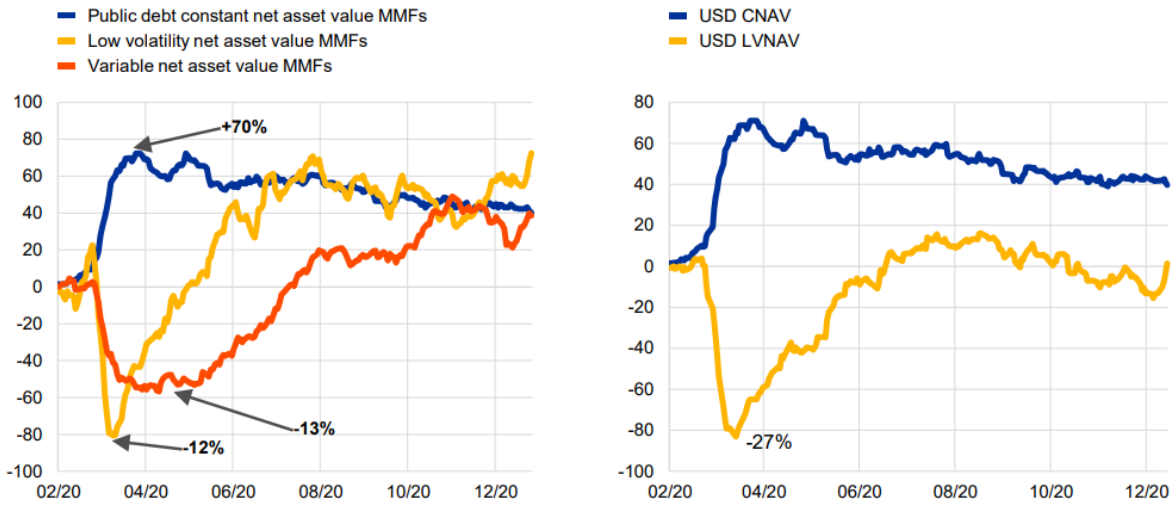
ФПП обикновено работят с буфери, надвишаващи регулаторните минимални стойности, въпреки че те могат да варират. Това се дължи на факта, че ФПП имат своите особености, в т.ч. категория (ФПП с променлива НСА, ФПП със слабо променлива НСА или ФПП с постоянна НСА), валута на деноминация, състав на инвеститорската база и начини на използване (вж. приложение II). Поради това те са изложени в различна степен на потенциални шокове на ликвидността. Дори ФПП от един и същ вид и с една и съща валута не са еднакво уязвими към шокове на ликвидността.

В тази връзка, като цяло, ФПП претърпяха шокове във връзка с откупуването по време на пазарните събития, свързани с COVID-19 (вж. диаграма 2)**, които бяха овладени благодарение на техните ликвидни буфери**. Диаграма 2 показва, че за период от един месец ФПП с променлива НСА са отбелязали изтегляния в размер на около 13 %, при минимален седмичен ликвиден буфер от 15 %. ФПП със слабо променлива НСА са регистрирали изходящи парични потоци от около 12 %, като при фондовете, деноминирани в щатски долари, този процент е достигнал 27 %, при седмичен ликвиден буфер от 30 %. За разлика от това, ФПП с постоянна

[7] Доклад относно ФПП (2023 г.), ЕОЦКП и данни на Crane.

НСА са отбелязали значителни входящи парични потоци през началната фаза на пандемията от COVID-19.

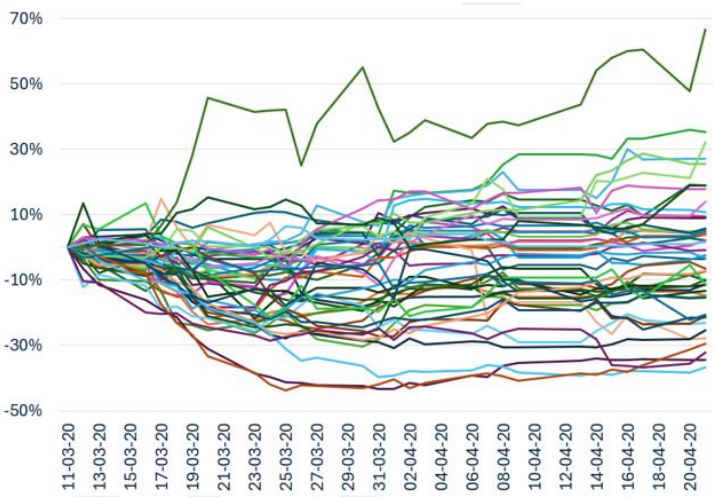
Диаграма 2: Нетни кумулативни потоци във ФПП при настъпването на пазарните събития, свързани с COVID-19



Източници: Доклад на ЕССР, юли 2021 г., Бележка относно системните уязвимости на фондовете на паричния пазар и предварителни съображения за политиката за реформата им
Забележка: Нетни кумулативни дневни потоци, разпределени по вид на ФПП и изразени в милиарди евро (ос Y). Положителните стойности представляват нетни записвания, а отрицателните — нетни откупувания. Процентите показват притока на средства спрямо нетната стойност на активите на всеки вид фонд.

Що се отнася до ФПП със слабо променлива НСА в щатски долари, те действително са претърпели значителен шок във връзка с откупуването по време на пазарните събития, свързани с COVID-19. Въпреки това въздействието е било изключително неоднородно в тази група от ФПП, като при 6 % от тях кумулативните нетни изходящи потоци са надхвърлили 30 %, докато при 10 % не са били регистрирани никакви откупувания. Между тези две крайности са наблюдавани различни междинни нива на входящи и изходящи парични потоци, както е показано на диаграма 3. Линиите отразяват кумулативните нетни парични потоци на отделните ФПП със слабо променлива НСА, деноминирани в щатски долари, през период от около пет седмици по време на пазарните събития, свързани с COVID-19.

Диаграма 3: Кумулативни парични потоци на отделните ФПП със слабо променлива НСА, деноминирани в щатски долари, по време на пазарните събития, свързани с COVID-19



Източници: Данни на Crane и НКО.
Забележка: Всяка линия отразява нетните кумулативни парични потоци като процент от НСА (оста Y) на ФПП със слабо променлива НСА в щатски долари, чиято НСА надвишава 1 милиард евро. Положителните стойности представляват нетни записвания, а отрицателните — нетни откупувания. Тези примери показват, че макар ФПП със слабо променлива НСА в щатски долари да са претърпели значителни откупувания по време на пазарните събития, свързани с COVID-19, въздействието върху тях е било неоднородно що се отнася до този вид ФПП.

2.2 По какъв начин ФПП удовлетворяват исканията за откупуване

Условията на напрежение на пазара, например по време на пандемията от COVID-19 и събитията на пазара на фондове, чиито инвестиции са основани на пасиви (LDI), предоставят ценна информация за динамиката на управлението на ликвидността в такива условия. Комисията анализира способността на ФПП да попълват ликвидните си буфери, включително при условия на напрежение на пазара. Въз основа на обширни масиви от данни този анализ обхвана две нива: 1) пазара като цяло; и 2) по-задълбочен преглед на ФПП, които са били засегнати от най-тежките шокове на ликвидността.

Ключова констатация 3: ФПП са в състояние да попълват своите ликвидни буфери при силен натиск за откупуване, включително и при условия на напрежение на пазара

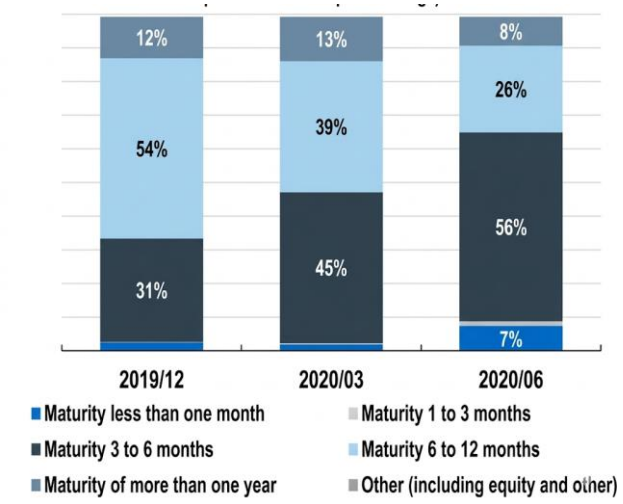
При нормални пазарни условия ФПП обикновено поддържат и попълват своите ликвидни буфери чрез „механични операции“. Това се постига не само чрез повтарящи се цикли на продажба и инвестиции във висококачествени активи с краткосрочен падеж (търговски ценни книжа/депозитни сертификати/съкровищни бонове[8]), реинвестиране на наличните средства в нови активи с краткосрочен падеж, но и чрез сделки на вторичния пазар и използването на обезпечено овърнайт финансиране (например репо сделки), чийто обем може да се увеличава или намалява ежедневно. Този процес се регулира и контролира въз основа на строги изисквания по отношение на срока до падеж, заложени в Регламента за ФПП, по-специално показателя за СП, който ограничава средния срок до падеж на активите на ФПП като цяло, както и срока до падеж на всеки отделен актив (вж. таблица 1).

При условия на напрежение на пазара „попълването“ на средствата от ФПП преминава от механични към „дефанзивни операции“. С ускоряването на откупуванията и влошаването на ликвидността на вторичния пазар лицата, управляващи ФПП, активно ускоряват генерирането на парични средства чрез ликвидиране на портфейлните си позиции и намаляват експозицията си към пазарни цени (вж. диаграма 4). За да постигнат това, те коригират състава на портфейла, за да намалят СМ (чувствителността към пазарната цена) и СП (средния падеж)[9], като концентрират реинвестициите в най-ликвидните облигации с най-кратък срок. Това позволява на ФПП да ускорят темпото, с което се възстановяват ликвидните буфери. Диаграма 3 показва развитието на портфейлите от облигации на ФПП преди и в началото на пандемията от COVID-19. Данните показват, че в целия сектор делът на облигациите с по-кратък срок до падежа (3—6 месеца) в портфейла почти се е удвоил в периода от декември 2019 г. до юни 2020 г.

[8] ФПП инвестират в краткосрочни инструменти като търговски ценни книжа, депозитни сертификати и съкровищни бонове, за да осигурят на инвеститорите нискорискова доходност с висока ликвидност.

[9] Пазарният риск е пропорционален на срока на облигациите. Чрез съкращаване на срока до падежа на облигациите, държани в портфейлите на ФПП, тези портфейли са по-малко изложени на пазарен риск при превръщането на облигациите в парични средства в по-кратък срок.

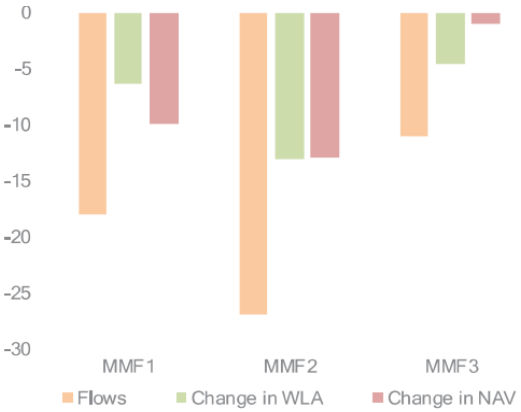
Диаграма 4: Динамика на състава на дълговете на ФПП



Източник: EFAMA, European MMFs in the Covid-19 market turmoilovid-19 (Европейските ФПП в условията на пазарната нестабилност, предизвикана от COVID-19), ноември 2020 г.

Забележка: Разпределение по срок до падежа на задълженията в портфейла на ФПП, изразено като процент от общите активи на ФПП

Диаграма 5: Компромис между отклонението на СЛА и отклонението на НСА



Източник: Доклад на ЕОЦКП, Vulnerabilities in money market funds (Уязвимости във фондовете на паричния пазар), 2021 г.

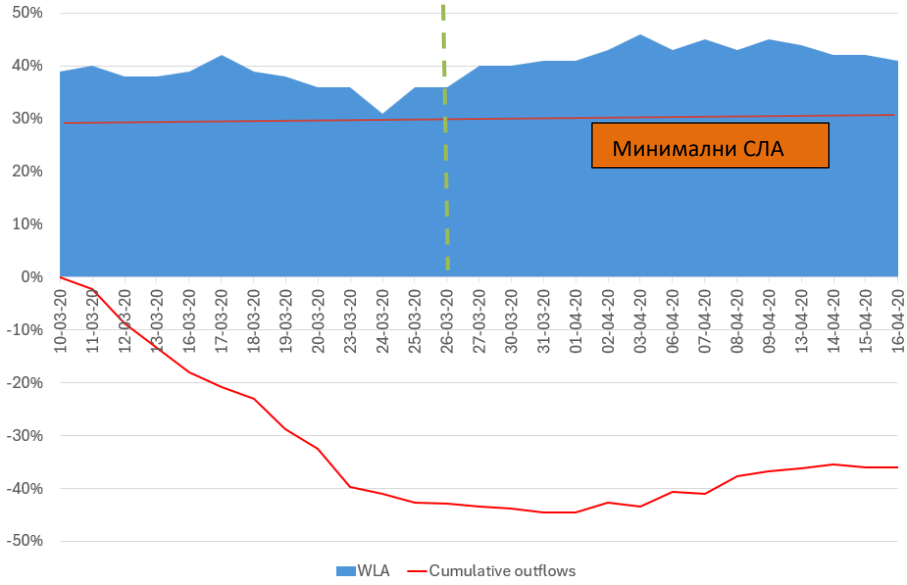
Забележка: 7-дневни нетни потоци, СЛА като процент от НСА и отклонение на НСА (в базисни пунктове), към 25 март 2020 г.

На ниво отделни ФПП анализът на фондовете, които са получили големи искания за откупуване, показва сходна тенденция: тези фондове са дали приоритет на поддържането на ликвидността и, след като са изчерпали ликвидните си буфери, са успели да ги възстановят бързо (вж. диаграма 6 за илюстрация и приложение I). Като цяло, шоковете във връзка с откупуването, които са претърпели отделните ФПП, са били по-малки от размера на поддържаните ликвидни буфери, което е позволило на фондовете да удовлетворят бързо исканията за откупуване. Диаграма 6 представя пример за един ФПП със слабо променлива НСА, който преминава през ситуация на екстремно откупуване, и показва как той е поддържал седмични ликвидни буфери над регулаторните минимални стойности през референтния период. Въпреки изходящите парични потоци в размер на 45 % през този период СЛА не са спаднали под 30 %[10].

Следва да се отбележи, че ФПП със слабо променлива НСА са запазили своите буфери за СЛА чрез амортизация на портфейла или продажба на активи в условията на по-широки спредове купува-продава. Това вероятно е довело до отклонения в НСА, особено в случаите, когато са били продадени по-слабо ликвидни активи, като търговски ценни книжа и депозитни сертификати. Тези отклонения от НСА са илюстрирани на диаграма 5. Следователно поддържането на буферите на СЛА може да е наложило продажбата на по-малко ликвидни активи, което е допринесло за отклоненията в НСА.

[10] Следва да се отбележи, че намесата на централната банка на пазарите на търговски ценни книжа също подкрепи сектора, като спомогна за предотвратяването на по-нататъшни последици за ФПП, които са били под натиск.

Диаграма 6: Пример за най-неблагоприятен сценарий за ФПП със слабо променлива НСА при силен шок на ликвидността



Източници: Данни на Crane и НКО.

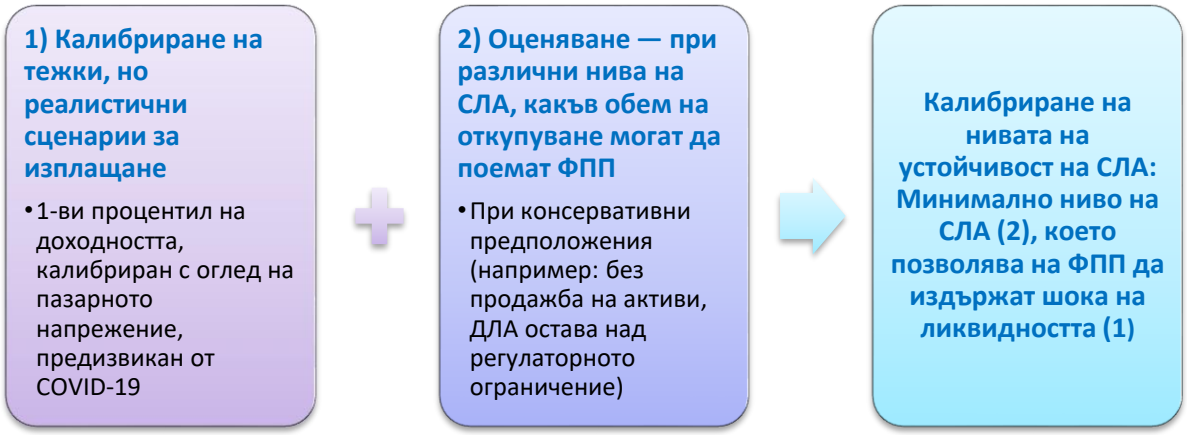
Забележка: Пример за ФПП със слабо променлива НСА, който регистрира доста съществени изходящи потоци, с който се илюстрира въздействието върху СЛА и последващото възстановяване на ликвидността. Вж. други примери в приложение I.

3 ОЦЕНКА НА ПОДХОДЯЩИТЕ НИВА НА УСТОЙЧИВОСТ НА ФПП

В този раздел се разглежда устойчивостта на сектора на ФПП от ЕС при значително увеличение на исканията за откупуване. Както беше посочено в предходните раздели, ликвидните буфери играят ключова роля при удовлетворяването на исканията за откупуване, особено в периоди, когато краткосрочните пазари може да не са ликвидни. За да извърши този анализ, Комисията изчисли минималното ниво на СЛА („ниво на устойчивост на СЛА“), което, ако бъде поддържано от ФПП, би им позволило да удовлетворяват значителни искания за откупуване, като същевременно поддържат ДЛА над регулаторната минимална стойност.

Методиката е обобщена по-долу, а съответните данни са представени в приложение III.

Основни етапи на методиката, използвана за калибриране на нивото на устойчивост на СЛА



Ключова констатация 4: За да издържат в условията на напрежение на пазара, обикновено са достатъчни нива на устойчивост при СЛА в размер на 40 % за ФПП с постоянна НСА и 20 % за ФПП с променлива НСА.

Този анализ показва, че нивата на устойчивост при СЛА в размер на 40 % за ФПП с постоянна НСА и 20 % за ФПП с променлива НСА като цяло са достатъчни, за да издържат в условията на пазарно напрежение (вж. също приложение III). По-конкретно поддържането на СЛА на тези нива на устойчивост или над тях би позволило на ФПП от ЕС да издържат на сериозни шокове във връзка с откупуването, без да се налага спешна продажба на активи, като в същото време поддържат нивата на ДЛА над регулаторните минимални стойности. Поддържането на ДЛА над минималната стойност спомага за осигуряването на незабавна ликвидност при откупуване, особено в периоди на напрежение, когато ФПП могат да бъдат изправени пред значителни искания за откупуване в продължение на няколко последователни дни.

Това означава, че **от гледна точка на пазара като цяло**, еднаквото прилагане на тези нива на устойчивост ще засили способността на ФПП от ЕС да издържат на условия на напрежение на пазара и да ограничат разпространението на сътресенията към останалата част от финансовата система и икономиката.

Поради това Комисията счита, че тези нива на устойчивост на СЛА биха могли да служат като практически ориентир за управлението на ликвидния риск. От надзорна гледна точка те биха могли да служат и като индикатори за ранно предупреждение, които да налагат по-внимателно

наблюдение или засилено участие на НКО, когато ФПП функционират продължително под определените нива на устойчивост. Следователно тези **нива на устойчивост на СЛА биха могли да се използват за идентифициране на ситуации, които изискват допълнително внимание от страна на лицата, управляващи ФПП, и по-специално от техните екипи за управление на риска, както и за засилено надзорно взаимодействие между съответните НКО и лицата, управляващи ФПП.**

Следва да се подчертае, че е малко вероятно голям брой ФПП да претърпят шокове във връзка с откупуването от мащаба, използван за калибриране на нивата на устойчивост на СЛА. Както показва настоящият доклад, ФПП не са еднородни; склонността им да понасят шокове на ликвидността зависи от техните особености и инвеститорската им база. Освен това калибрирането на нивата на устойчивост на СЛА се основава на консервативни допускания, по-специално на допускането, че ДЛА не се използват, след като достигнат регулаторната минимална стойност.

Поради това, **като се има предвид разнородността в сектора на ФПП и видовете фондове (ключова констатация 2), не е целесъобразно установените нива на устойчивост на СЛА да се определят като нови задължителни регулаторни минимални изисквания.** Вместо това Комисията счита, че тези нива на устойчивост на СЛА могат да служат като ориентир за надзора и управлението на риска, като подпомагат лицата, управляващи ФПП, и НКО да идентифицират ситуации, които може да налагат по-внимателно наблюдение и засилено надзорно участие.

4 ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Констатациите от настоящия доклад са предназначени да послужат като основа за подобряване на управлението на ликвидността от страна на лицата, управляващи ФПП, както и на надзора върху тези фондове от страна на НКО. Констатациите в раздел 2 показват, че нивата на ликвидност в отделните сектори са разнородни, макар и като цяло да са значително над минималните регулаторни прагове, предвидени в Регламента за ФПП. Освен това секторът на ФПП като цяло управлява ликвидните рискове по отговорен начин както в нормални условия, така и в периоди на условия на пазарно напрежение.

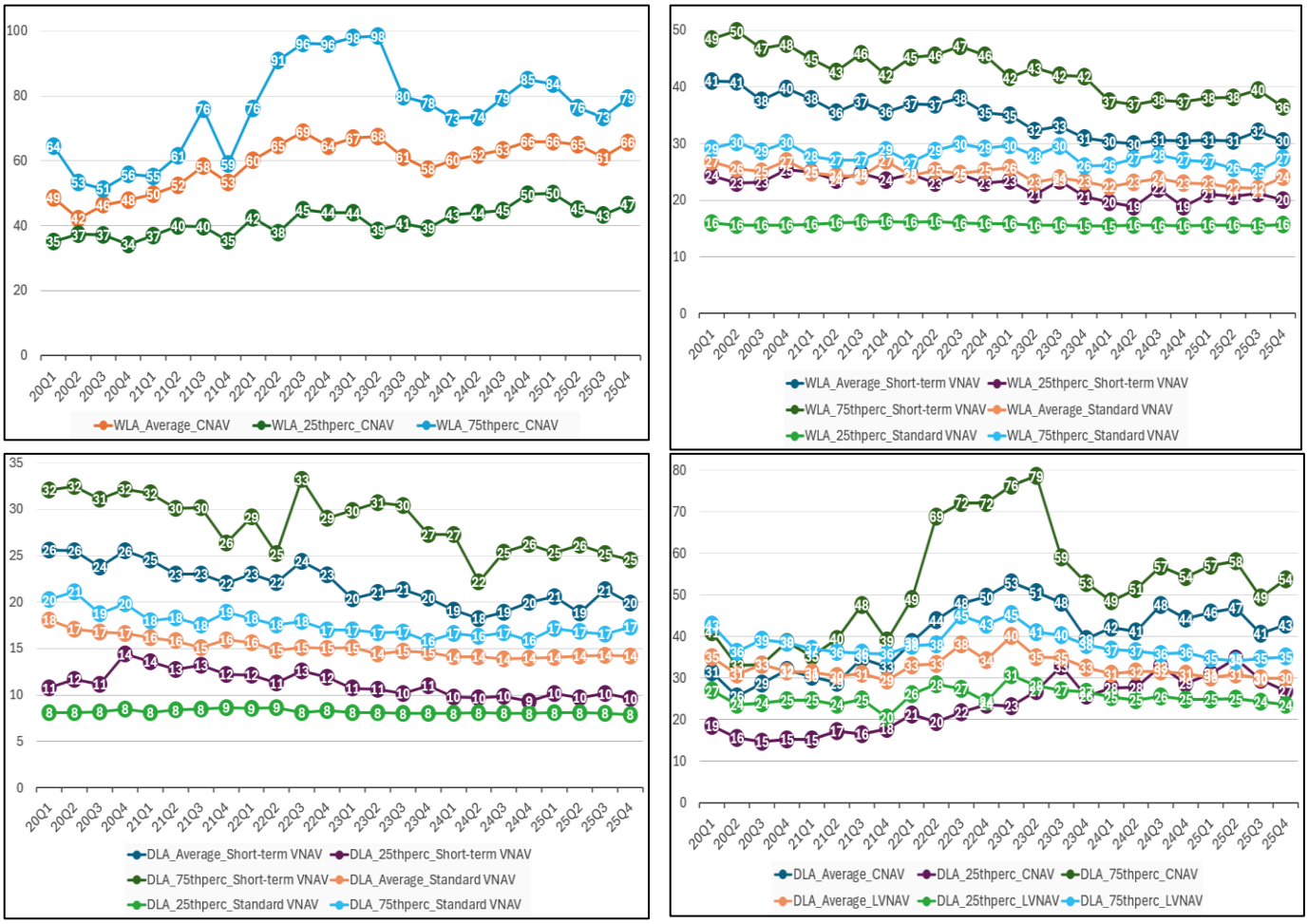
Констатациите в раздел 3 сочат, че установените нива на устойчивост на СЛА могат да служат като ориентири за надзора и управлението на ликвидния риск, под които е целесъобразно да се засили интензивността на контрола в рамките на функциите за управление на риска на ФПП и управляващите ги лица, както и да се засилят надзорният контрол и взаимодействията от страна на НКО, с цел да се гарантира устойчивостта на пазара като цяло.

5 ПРИЛОЖЕНИЕ I: НИВА НА ЛИКВИДНИТЕ БУФЕРИ

5.1 Статистически данни за нивата на ликвиден буфер

Диаграма I.1 представя статистически данни за нивата на ликвиден буфер, като илюстрира, че ФПП поддържат ликвидност над регулаторните минимални стойности, както и начина, по който тези нива се променят във времето.

Диаграма I.1: Нива на СЛА и ДЛА

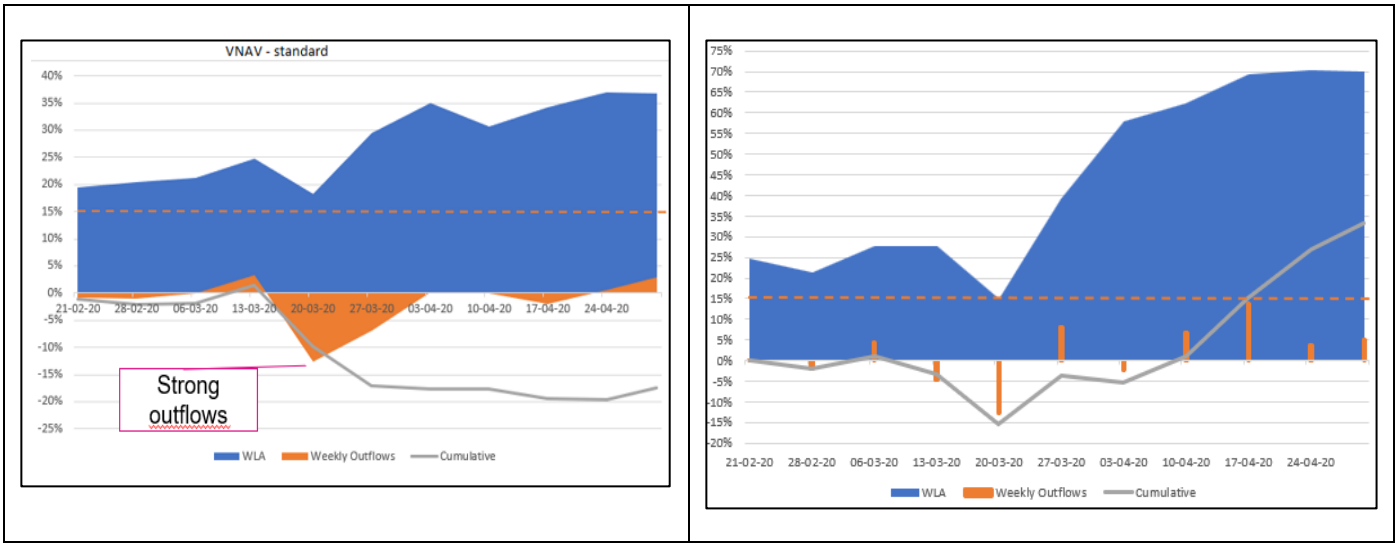


Източник: Европейска комисия, въз основа на данни на ЕОЦКП за периода от първото тримесечие на 2020 г. до четвъртото тримесечие на 2025 г.
Забележка: Тенденции в средната стойност на СЛА и 25-ия и 75-ия процентил на СЛА (като процент от НСА) във ФПП със слабо променлива НСА.

5.2 Примери за ФПП, които са засегнати от силни шокове във връзка с откупуването

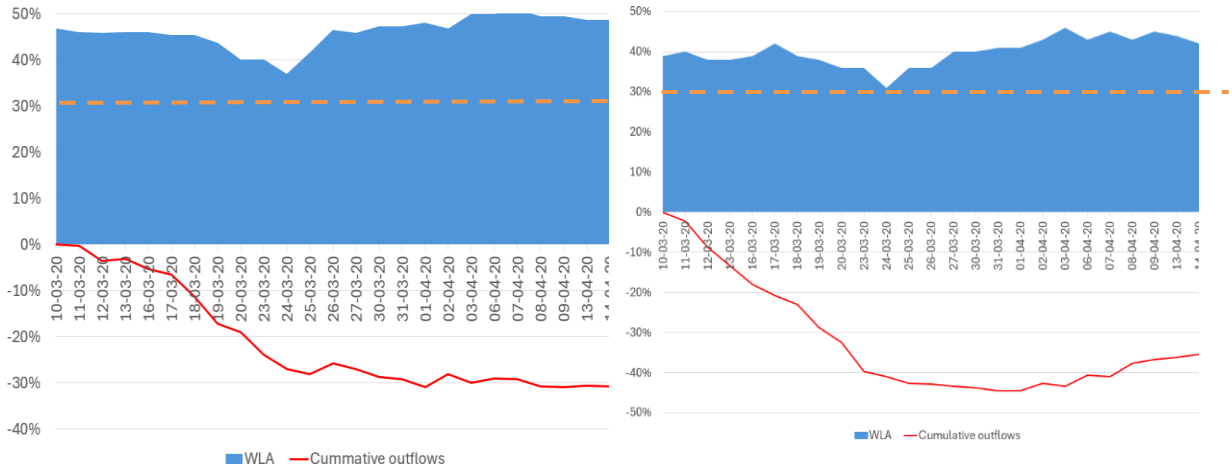
Попълването на ликвидния буфер беше анализирано, като се обърна специално внимание на долните 10 % от фондовете, които са регистрирали най-големите изходящи потоци. Анализът беше съставен въз основа на надзорни данни от НКО, други източници на данни, съобщения на фондовете относно управлението на ликвидността при условия на напрежение на пазара, както и промени в състава на портфейлите. Наблюдавана беше последователна тенденция: въпреки че са били сред най-засегнатите фондове, ФПП са успели да възстановят ликвидните си буфери в рамките на сравнително кратък срок след периода на напрежение.

Диаграма I.2: Примери за попълване на ликвидните буфери на два ФПП с променлива НСА, към които са отправени искания за значителни откупувания



Източници: Данни на Crane и НКО.
Забележка: Пример за два ФПП с променлива НСА, които са регистрирали значителни изходящи парични потоци, с който се илюстрира въздействието върху СЛА и последващото възстановяване на ликвидните буфери. Минималното ниво от 15 % е показано с пунктирана линия. .

Диаграма I.3: Попълване на ликвидните буфери в условия на искания за значителни откупувания



Източници: Данни на Crane и НКО.
Забележка: Пример за два ФПП със слабо променлива НСА, които са регистрирали значителни изходящи парични потоци, с който се илюстрира въздействието върху СЛА и последващото възстановяване на ликвидните буфери. Минималното ниво от 30 % е показано с пунктирана линия.

6 ПРИЛОЖЕНИЕ II: ДИНАМИКА НА ОТКУПУВАНИЯТА ПРИ УСЛОВИЯ НА ПАЗАРНО НАПРЕЖЕНИЕ

6.1 Пазарно напрежение в началото на пандемията от COVID-19

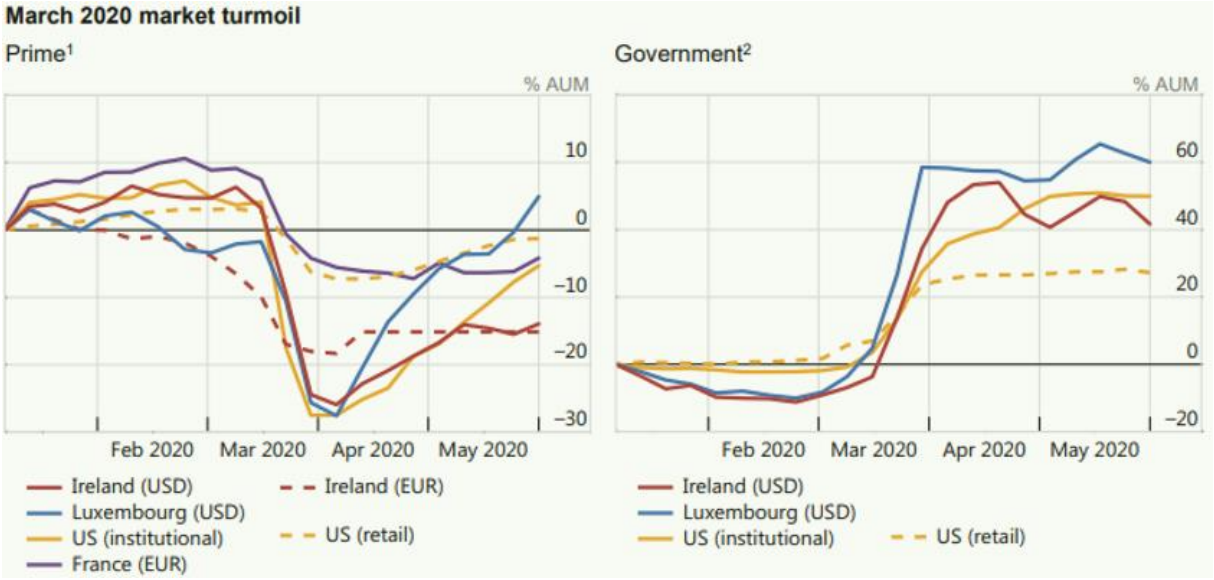
6.1.1 Общо въздействие върху пазара

Началото на пазарните събития, предизвикани от пандемията от COVID-19, беше през февруари 2020 г., когато опасенията относно глобалното разпространение на вируса се засилиха и финансовите пазари започнаха да преоценяват риска. Въздействието им обаче върху ФПП се прояви главно в средата на март 2020 г. и продължи до юни 2020 г., когато се наблюдаваха условия на напрежение на пазара.

В рамките на 15 дни от средата на март инвеститорите в някои ФПП увеличиха търсенето си на ликвидност, по-специално от ФПП със слабо променлива НСА, деноминирани в щатски долари, които бяха подложени на значителен натиск за откупуване (около 18 % и 30 % от тези пазарни сегменти).

Най-големите и най-продължителни изходящи парични потоци сред всички европейски краткосрочни ФПП бяха отчетени при ФПП със слабо променлива НСА, деноминирани в щатски долари, през първите седмици на март 2020 г. Причината за това беше, че освен откупуванията, свързани с нужди от налични средства, инвеститорите се преориентираха към ФПП с постоянна НСА, инвестиращи в държавни дългови инструменти, от ЕС.

Диаграма II.1: Кумулативни парични потоци на ФПП през 2020 г.



Източник: СФС, Policy proposals to enhance MMF resilience (Предложения за политики за повишаване на устойчивостта на ФПП), октомври 2021 г.

6.1.2 Нееднородни ефекти и реакции сред ФПП

Размерът на исканията за откупуване и поведението на инвеститорите при нормални условия и условия на напрежение варира в значителна степен между отделните ФПП. Реакциите и поведението се определят от различни фактори, главно от инвеститорската база и вътрешните динамики в нея, както и от целта на инвестициите (вж. по-долу), размера на капитала на ключовите инвеститори и състава на инвеститорите. Други определящи фактори са видът на ФПП (с променлива НСА, със слабо променлива НСА, с постоянна НСА).

Въпреки че класификацията на фондовете и валутата безспорно са основни определящи фактори, дори много сходни категории претърпяха изключително разнородни сътресения по време на кризата, свързана с COVID-19, и след нея. Тези разлики са представени на диаграма 3.

Диаграми 2 и 3 показват, че като цяло ФПП със слабо променлива НСА в щатски долари са претърпели значителен шок във връзка с откупуването в началото на пандемията от COVID-19. Въздействието обаче е било нееднородно в значителна степен в отделните фондове. По-малко от 6 % от ФПП със слабо променлива НСА са регистрирали кумулативни изходящи парични потоци, надвишаващи 30 % от тяхната НСА.

Една от причините за тази разнородност са конкретните случаи на употреба от страна на инвеститорите**.** Три стилизирани „екстремни“ примера илюстрират как при един и същ ФПП може да се наблюдават съвсем различни модели на откупуване в зависимост от инвеститорската база и поведението на инвеститорите при различни пазарни условия.

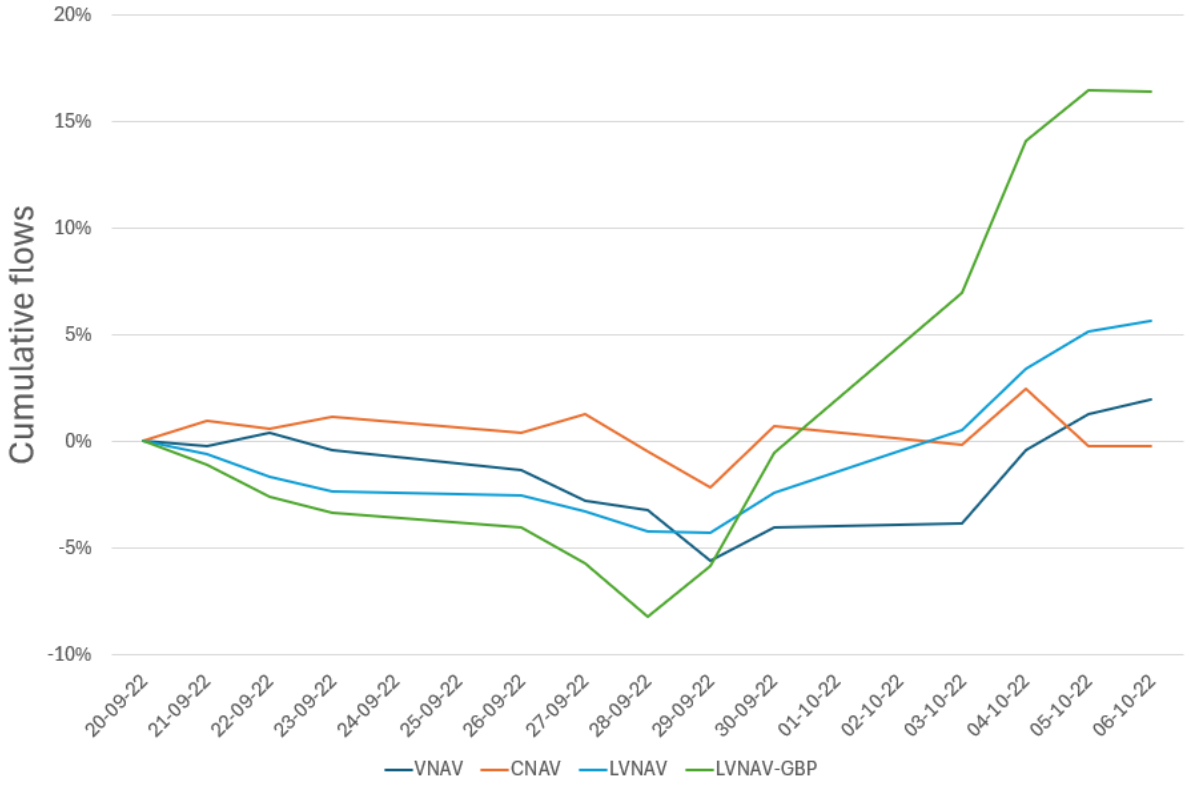
1) **Използване на ФПП като инструмент за управление на паричните средства/„плащания“ (предвидим цикъл):** Някои институционални инвеститори използват ФПП с променлива НСА като **инструменти за управление на паричните средства при трансакции,** т.е. средствата се инвестират при събирането на вноски/премии и след това се изтеглят с **предвидима честота** (например в съответствие с циклите на изплащане на пенсии). В тази ситуация изходящите парични потоци често са **планирани и могат да бъдат предвидени**, така че всяко намаляване на ликвидността е по-скоро планирано колебание, отколкото масов отлив на средства. Подобни примери са пенсионните системи, които се характеризират с редовни входящи (вноски) и периодични изходящи (изплащане на пенсии) парични потоци, което води до предвидими модели на паричните потоци.
2) **Използване на ФПП като инструмент за осигуряване на ликвидност за обезпечения/марж (с потенциална тенденция към рязък спад):** Когато ФПП се използват (пряко или косвено) като **ликвидни буфери под формата на обезпечение** за деривати, репо сделки или нужди от марж във връзка с инвестиции, основани на пасиви, факторът, предизвикващ откупуване, може да бъде **пазарната динамика и свързаните с нея заявки за допълване на маржин депозита**. При използващите ливъридж фондове, чиито инвестиции са основани на пасиви, изискванията за обезпечения могат да нараснат бързо при повишаване на доходността (което отразява загуби при оценяване по пазарна стойност), което води до едновременна надпревара за набавяне на ликвидност от страна на много участници на пазара. При тези обстоятелства инвеститорите могат да предложат за откупуване акции/дялове във ФПП, за да отговорят на изисквания за допълнително обезпечение, или да използват активите си в такива фондове в рамките на процесите по управление на обезпеченията, като по този начин създават **в по-голяма степен проциклично и по-силно корелирано търсене на ликвидност** в сравнение с „простото“ управление на парични средства.
3) **Използване на ФПП за обединяване на паричните средства на други фондове, управлявани от същото лице, управляващо активите на ФПП. Тук управляващото лице има поглед върху потоците на откупуване**.

6.2 Пазарно събитие, свързано с инвестиции, основани на пасиви

В края на септември 2022 г. се наблюдаваше рязък скок в доходността на британските държавни облигации и сериозен натиск върху прилаганите от пенсионни фондове инвестиционни стратегии, основани на пасиви. Това доведе до значителни загуби при преоценката по пазарна стойност за фондовете, чиито инвестиции са основани на пасиви, което от своя страна предизвика искания за предоставяне на допълнителни обезпечения. Тези искания за предоставяне на допълнителни обезпечения създадоха внезапно и значително търсене на

парични средства, което се отрази и върху ФПП, деноминирани в британски лири, въпреки че ФПП не бяха източникът на това внезапно и изключително търсене на ликвидност. Някои ФПП отбелязаха бърз растеж на изходящите парични потоци, особено от институционални инвеститори, и реагираха, като увеличиха ликвидните си буфери и съкратиха падежните срокове на портфейлите си.

Диаграма II.2: Въздействие на кризата, основана на пасиви, върху паричните потоци на ФПП

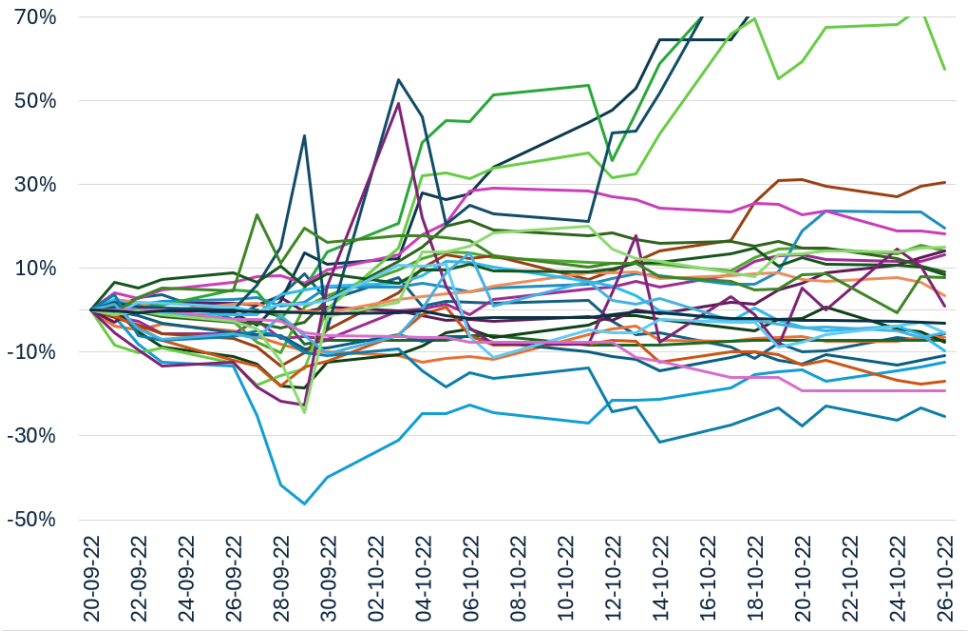


Източници: Данни на Crane и НКО, ФПП с НСА над 100 милиона евро
Забележка: Нетни кумулативни парични потоци по вид на ФПП, изразени като процент от НСА

Реакциите на ФПП по отношение на внезапното търсене на ликвидност от страна на инвеститорите по време на пазарното събитие, свързано с основаните на пасиви инвестиции, бяха дори по-ясно изразени, отколкото реакцията по време на пандемията от COVID-19. Докато някои ФПП регистрираха входящи парични потоци, други периодично бяха подложени на силен натиск за откупуване. Пазарното събитие, свързано с основаните на пасиви инвестиции, оказа изключително разнородно въздействие върху ФПП със слабо променлива НСА, деноминирани в британски лири, като засегна само няколко фонда, а не целия сектор.

Това разнообразно въздействие се отрази в разпределението на изходящите парични потоци: въпреки че фондът по медианата отбеляза седмични изходящи парични потоци от -9 % (-10 % кумулативно), по-ниските процентили бяха подложени на по-силен натиск, като 10-ият процентил отбеляза седмични изходящи парични потоци от -21 %, а най-засегнатият 1 % от фондовете загуби близо -37 % само за една седмица (-42 % кумулативно). Това значително отклонение показва, че напрежението се е концентрирало във фондовете, широко използвани при основаните на пасиви инвестиционни стратегии като ликвидни буфери за покриване на изискванията за допълнителни гаранции и обезпечения. За разлика от това, деноминираните в британски лири ФПП със слабо променлива НСА, които служеха за по-широки цели при управлението на паричните средства, с по-диверсифицирана инвеститорска база и по-слаба пряка връзка с трансформацията на обезпеченията или репо сделките с държавни облигации, регистрираха входящи парични потоци през същия период.

Диаграма II.3: Тенденции в НСА, ФПП със слабо променлива НСА в британски лири по време на пазарното събитие, свързано с основаните на пасиви инвестиции



Източници: Данни на Crane и НКО.
Забележка: Всяка линия представлява нетните кумулативни парични потоци като процент от НСА (оста Y) на фонд със слабо променлива НСА в британски лири, чиято НСА надвишава 1 милиард евро. Положителните стойности представляват нетни записвания, а отрицателните — нетни откупувания. Тези примери показват, че макар ФПП със слабо променлива НСА в британски лири да са претърпели значителни откупувания по време на пазарните събития, свързани с кризата при основаните на пасиви инвестиции, въздействието не е било еднородно що се отнася до този вид ФПП.

7 ПРИЛОЖЕНИЕ III: НИВА НА УСТОЙЧИВОСТ НА ПАЗАРА

7.1 Калибриране на шоковете във връзка с откупуването

При оценката на шоковете във връзка с откупуването бяха изпитани няколко модела с помощта на различни източници на данни (Crane, НКО, Morningstar) и методически подходи, като се обърна специално внимание на решаването на проблемите, свързани с качеството на данните, и на осигуряването на надеждност.

В крайна сметка беше избран първият процентил на откупуванията (като процент от НСА), тъй като той отразява тежки, но реалистични условия на напрежение, като същевременно ограничава влиянието на евентуални грешки в данните или стойностите, които силно се различават от нормалните.

Този процентил е калибриран въз основа на пазарните събития, свързани с пандемията от COVID-19, и следователно отразява изключително неблагоприятен сценарий. Следва да се отбележи, че подобни сценарии може да не са реалистични за много ФПП, които разполагат с предсказуема инвеститорска база. Въпреки това този строг подход се счита за целесъобразен в контекста на потенциалните рискове от верижно разпространение, и по-специално по отношение на репутационните рискове.

Значението на ефекта на разпространение на затрудненията може да бъде оценено и в контекста на практиките за „опознай своя клиент“, както и предвид факта, че ФПП са задължени да предоставят редовно регулаторна информация на своите инвеститори. Освен това много инвеститори изискват по-честа и подробна информация, което може допълнително да намали рисковете от верижно разпространение.

Таблица III.1: Диапазон на разпределението на сценариите за откупуване в първия процентил, по източници на данни [мин. 1-ви процентил, макс. 1-ви процентил]

	Дневно	Седмично	Месечно
ФПП с променлива НСА	[-4 %; -8 %]	[-6 %; -19 %]	[-16 %; -45 %]
- **Стандартен ФПП с променлива НСА**	[-4 %; -8 %]	[-4 %; -21 %]	[-9 %; -45 %]
- **Краткосрочен ФПП с променлива НСА**	[-3 %; -10 %]	[-6 %; -15 %]	[-17 %; -26 %]
Със слабо променлива НСА	[-6 %; -11 %]	[-7 %; -28 %]	[-28 %; -45 %]
- **ФПП със слабо променлива НСА в щатски долари**	[-9 %; -12 %]	[-16 %; -26 %]	[-30 %; -44 %]
- **ФПП със слабо променлива НСА в британски лири**	[-8 %; -11 %]	[-16 %; -30 %]	[-26 %; -47 %]
С постоянна НСА	[-5 %; -14 %]	[-4 %; -22 %]	[-1 %; -34 %]
В световен мащаб	[-6 %; -11 %]	[-7 %; -26 %]	[-21 %; -45 %]

Източници: Данни на Crane, Morningstar, данни на НКО.

7.2 Калибриране на „праговете на устойчивост на пазара“

ФПП от ЕС като цяло са в състояние да издържат на шоковете във връзка с откупуването, посочени в раздел 7.1, което отразява различията в нивата на СЛА в рамките на сектора. Въпреки това остава от решаващо значение да се въведат строги системи за надзор и ефективно

управление на риска, за да се гарантира, че нивата на ликвидност са съобразени със специфичната ситуация на всеки фонд.

В този контекст в този раздел се определят нивата на устойчивост на СЛА, които, ако се прилагат еднакво като минимални критерии, биха позволили на ФПП да издържат на сценариите на откупуване, калибрирани в раздел 7.1.

Използвана е следната методика:

1. Анализът оценява обема на откупуванията, които ФПП могат да поемат, преди дневните им ликвидни активи да паднат под регулаторното минимално ниво. За тази цел се разглеждат различни нива на минимални СЛА, като се използват реални данни за състава на портфейла и амортизацията.

2. За да се калибрират праговете на устойчивост на СЛА, резултатите се сравняват със сценариите за откупуване, приложени към ФПП, посочени в раздел 7.1 (вж. таблица III.1). Анализът отчита амортизацията на портфейла. Прилага се следният набор от консервативни допускания:

   - откупуванията се осъществяват изцяло чрез съществуващите ДЛА и СЛА, без продажба на активи, с изключение на тези, които отговарят на критериите за ДЛА и СЛА;
   - ДЛА се поддържат над минималните регулаторни изисквания[11].

Таблица III.2: Сценарий, избран за калибрирането:

Вид ФПП	Дневно	Седмично	Месечно
Стандартен ФПП с променлива НСА	-8 %	-17 %	-34 %
Със стабилна НСА	-15 %	-30 %	-47 %

Източници: Данни на Crane, Morningstar, данни на НКО.

Този анализ показва, че нивата на устойчивост на СЛА в диапазона от 35 % до 40 % за ФПП с постоянна НСА и 20 % за ФПП с променлива НСА са достатъчни, за да издържат на условия на напрежение на пазара. По-конкретно поддържането на СЛА на тези нива на устойчивост или над тях би позволило на ФПП от ЕС да издържат (т.е. да поддържат ДЛА над регулаторните минимални стойности) на сериозни шокове във връзка с откупуването, както е описано в раздел 7.1.

[11] Това е консервативна хипотеза, тъй като на практика ФПП могат да допуснат временно понижение на ликвидността под регулаторната минимална стойност, за да удовлетворят исканията за откупуване, а също така могат да продават активи или да разчитат на входящи парични потоци.