EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 11.5.2026
COM(2026) 350 final

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET

om tilstrækkeligheden af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1131 om pengemarkedsforeninger ud fra et tilsynsmæssigt og økonomisk synspunkt

RESUMÉ

Forordningen om pengemarkedsforeninger trådte i kraft i 2018 og fastlagde en omfattende ramme for pengemarkedsforeninger i EU. I den anerkendes deres vigtige rolle i finansieringen af økonomien, navnlig ved kortfristet finansiering af offentlige myndigheder og virksomheder, og opfyldelsen af investorernes behov. Pengemarkedsforeninger i EU er et likvidt, velreguleret investeringsinstrument, der bidrager til at opfylde målene for opsparings- og investeringsunionen.

Forordningen om pengemarkedsforeninger indeholder sikkerhedsforanstaltninger, der har til formål at styrke pengemarkedsforeningernes modstandsdygtighed, hvilket er afgørende for investorernes tillid til produktet. Kommissionens rapport om forordningen om pengemarkedsforeninger fra 2023[1] viste, at rammen generelt er effektiv med hensyn til at reducere likviditetsrisici, og pegede på visse aspekter af likviditetsrisiciene, som kræver yderligere vurdering. I denne rapport fremlægges resultaterne af det supplerende analysearbejde om likviditetsrisici og konklusioner om, hvordan pengemarkedsforeningernes modstandsdygtighed kan forbedres.

Pengemarkedsforeninger er forskellige og udsættes for varierende niveauer af likviditetschok afhængigt af deres type (med variabel nettoaktivværdi, med lav volatil nettoaktivværdi eller med konstant nettoaktivværdi – henholdsvis VNAV, LVNAV og CNAV), valuta, investorer og anvendelse. På grund af disse forskelle opretholder pengemarkedsforeninger likviditetsreserver over de krævede minimumsniveauer under hensyntagen til de særlige karakteristika ved hver enkelt forening og resultaterne af dens stresstest. Denne forsigtige tilgang fra forvalternes side kan forklares med investorernes kontrol (takket være gennemsigtighedsreglerne i forordningen om pengemarkedsforeninger), myndighedstilsyn og bekymring for omdømmerisici.

Pengemarkedsforeninger har vist, at de er i stand til at genopbygge likviditetsbuffere selv i perioder med markedsstress, hvilket afspejler en aktiv likviditetsrisikostyring og et effektivt tilsyn. Dette tyder på, at de forskellige mekanismer, der er fastsat i forordningen om pengemarkedsforeninger, er blevet gennemført konsekvent under koordinering af Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA).

Denne rapport har vurderet modstandsdygtigheden for ugentlige likvide aktiver (WLA), der anses for at udgøre et nyttigt benchmark for likviditetsrisikostyring og tilsyn. På grundlag af omfattende dataanalyser konkluderes det også i denne rapport, at de passende benchmarkniveauer for WLA ("niveauer for markedets modstandsdygtighed") er 20 % for pengemarkedsforeninger med VNAV og 40 % for pengemarkedsforeninger med CNAV og LVNAV.

Kommissionen mener derfor, at disse niveauer for markedets modstandsdygtighed kan fungere som benchmarks for forvaltere af pengemarkedsforeninger, navnlig i deres risikostyringsfunktioner, og for nationale kompetente myndigheder med henblik på at afdække situationer, der kan kræve nærmere overvågning og en styrket tilsynsmæssig indsats.

[1] Rapport fra Kommissionen til Europa-Parlamentet og Rådet om tilstrækkeligheden af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1131 om pengemarkedsforeninger ud fra et tilsynsmæssigt og økonomisk synspunkt (COM(2023) 452): EUR-Lex – 52023DC0452 – DA – EUR-Lex.

Indholdsfortegnelse

RESUMÉ **1**

FORKORTELSER **3**

1 INDLEDNING **5**

2 Vurdering af pengemarkedsforeningers likviditetsstyring **7**

2.1 Likviditetsbufferniveauer 7

2.2 Hvordan pengemarkedsforeninger imødekommer indløsningsanmodninger 10

3 VURDERING AF PASSENDE NIVEAUER FOR MARKEDETS MODSTANDSDYGTIGHED FOR PENGEMARKEDSFORENINGER **13**

4 KONKLUSION **14**

5 BILAG I: LIKVIDITETSBUFFERNIVEAUER **15**

5.1 Statistik over likviditetsbufferniveauer 15

5.2 Eksempler på pengemarkedsforeninger, der oplever store indløsningschok 15

6 BILAG II: INDLØSNINGSMØNSTRE UNDER PRESSEDE MARKEDSFORHOLD **17**

6.1 Markedsstress ved begyndelsen af covid-19-pandemien 17

6.1.1 Samlet markedspåvirkning **17**

6.1.2 Uensartede virkninger og reaktioner på tværs af pengemarkedsforeninger **17**

6.2 Den LDI-relaterede markedshændelse 18

7 Bilag III: NIVEAUER FOR MARKEDETS MODSTANDSDYGTIGHED **21**

7.1 Kalibrering af indløsningschok 21

7.2 Kalibrering af "niveauerne for markedets modstandsdygtighed" 21

FORKORTELSER

FAIF-direktivet	Direktivet om forvaltere af alternative investeringsfonde
Pengemarkedsforening med CNAV	Statsgældsbaseret pengemarkedsforening med konstant nettoaktivværdi, som defineret i artikel 2, nr. 11), i forordningen om pengemarkedsforeninger
DLA	Daglige likvide aktiver, i henhold til kravene i artikel 24, stk. 1, litra c) og d), og artikel 25, stk. 1, litra c), i forordningen om pengemarkedsforeninger
ECB	Den Europæiske Centralbank
ESMA	Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed
ESRB	Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici
EUR	Euro
FSB	Rådet for Finansiel Stabilitet
GBP	Britiske pund
LMT	Likviditetsstyringsværktøj
Pengemarkedsforening med LVNAV	Pengemarkedsforening med nettoaktivværdi med lav volatilitet, som defineret i artikel 2, nr. 12), i forordningen om pengemarkedsforeninger
LRM	Likviditetsrisikostyring
MMF	Pengemarkedsforening. Pengemarkedsforeninger er foreninger med hjemsted i EU, medmindre andet er angivet (f.eks. amerikanske pengemarkedsforeninger)
Forvalter af en pengemarkedsforening	Forvalter af en pengemarkedsforening, som defineret i artikel 2, nr. 23), i forordningen om pengemarkedsforeninger
Forordningen om pengemarkedsforeninger	Forordning (EU) 2017/1131 om pengemarkedsforeninger
NAV	Nettoaktivværdi
NCA'er	Nationale kompetente myndigheder, dvs. pengemarkedsforeningens kompetente myndighed, som defineret i artikel 2, nr. 17), i forordningen om pengemarkedsforeninger
SIU	Opsparings- og investeringsunionen, et initiativ fra Europa-Kommissionen, der har til formål at skabe bedre finansielle muligheder for borgere i EU, samtidig med at det finansielle systems evne til at forbinde opsparing med produktive investeringer styrkes
USD	Amerikanske dollar
UCITS	Institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter)
Pengemarkedsforening med VNAV	Pengemarkedsforening med variabel nettoaktivværdi, som defineret i artikel 2, nr. 13), i forordningen om pengemarkedsforeninger
WAL	Vægtet gennemsnitlig restlevetid, som defineret i artikel 2, nr. 20), i forordningen om pengemarkedsforeninger
WAM	Vægtet gennemsnitlig renteløbetid, som defineret i artikel 2, nr. 19), i forordningen om pengemarkedsforeninger
WLA	Ugentlige likvide aktiver, i henhold til kravene i artikel 24, stk. 1, litra e) og f), og artikel 25, stk. 1, litra d), i forordningen om pengemarkedsforeninger
Rapporten om forordningen om pengemarkedsforeninger fra 2023	Rapport fra Kommissionen til Europa-Parlamentet og Rådet om tilstrækkeligheden af Europa-Parlamentets

og Rådets forordning (EU) 2017/1131 om pengemarkedsforeninger ud fra et tilsynsmæssigt og økonomisk synspunkt (COM(2023) 452)

1 INDLEDNING

Pengemarkedsforeninger spiller en central rolle i det finansielle system som redskaber til likviditetsstyring for virksomheder og som en mulighed for investorer, der søger en investering med lav volatilitet og højere afkast end bankindlån. Stigningen i EU-pengemarkedsforeningers aktiver i de seneste fem år (+ 45 % fra 2019 til 2024) vidner om rammens succes. I EU havde 455 pengemarkedsforeninger ved udgangen af 2024 samlede aktiver på ca. 1,95 bio. EUR. EU-pengemarkedsforeningerne er hovedsagelig etableret i Irland, Luxembourg og Frankrig. De udgør dermed et reguleret investeringsredskab, der bidrager til at diversificere investeringsmulighederne samt til risikostyring i overensstemmelse med målene for opsparings- og investeringsunionen (SIU). De giver også EU-virksomheder yderligere finansieringsmuligheder, så de kan vokse, innovere og skabe arbejdspladser.

Pengemarkedsforeninger kort fortalt

- Denomineret i EUR (~ 45 %), USD (~ 32 %) og GBP (~ 23 %).
- Etableret i Irland (44 %), Luxembourg (30 %) og Frankrig (24 %).
- Ejes af professionelle investorer (90 %), herunder investorer uden for EU i pengemarkedsforeninger med hjemsted i Irland (77 %) og i Luxembourg (63 %).
- LVNAV'er (~ 46 %), VNAV'er (~ 43 %) og CNAV'er (~ 11 % af NAV).

Kilde: ESMA, "EU MMF market 2023", og data fra 4. kvartal 2024

Med forordningen om pengemarkedsforeninger, der trådte i kraft i 2018, blev der fastlagt en omfattende regulerings- og tilsynsramme for EU-pengemarkedsforeninger, der "stiller kortfristet finansiering til rådighed for finansielle institutioner, virksomheder og den offentlige sektor" og "bidrager til at finansiere Unionens økonomi" (betragtning 1 i forordningen om pengemarkedsforeninger).

FAIF-direktivet og UCITS-direktivet er blevet revideret med henblik på at indføre en styrket og mere harmoniseret ramme for likviditetsrisikostyring, navnlig gennem kravet om, at forvaltere skal vælge og implementere mindst ét likviditetsstyringsværktøj fra en fastsat liste. Denne ramme finder anvendelse fra den 16. april 2026 og styrker ensartetheden på tværs af foreninger samt den samlede finansielle stabilitet.

I forordningen om pengemarkedsforeninger fastsættes en harmoniseret ramme med henblik på at styrke sektorens modstandsdygtighed og mindske systemisk risiko, med bestemmelser om bl.a. investerbare aktiver, porteføljesammensætning, værdiansættelse, risikostyring, forbud mod gearing, gennemsigtighed og rapportering. Kravene til porteføljesammensætningen udgør en central søjle i forordningen om pengemarkedsforeninger. Disse omfatter bestemmelser, der har til formål at sikre pengemarkedsforeningernes likviditet, såsom bestemmelser om likviditetsbuffere og bestemmelser om forvalteren af en pengemarkedsforenings rolle og opgaver (såsom løbetidsgrænser og kreditkvalitet[2], se nedenfor). De forskellige typer pengemarkedsforeninger samt deres vigtigste karakteristika og lovbestemte krav fremgår af tabel 1. Den viser de lovbestemte minimumstærskler for daglige og ugentlige likvide aktiver (DLA og WLA), som pengemarkedsforeninger skal have. Minimumstærsklerne i forordningen om pengemarkedsforeninger skal sammen med andre beskyttelsesforanstaltninger sikre, at pengemarkedsforeningerne over tid kan imødekomme investorernes indløsninger.

[2] Forvaltere af pengemarkedsforeninger er ansvarlige for at sikre overholdelsen af forordningen om pengemarkedsforeninger. De har særlige opgaver, såsom at vurdere kreditkvaliteten af pengemarkedsforeningernes aktiver, gennemføre stresstest, værdiansætte aktiver og give investorer oplysninger.

Tabel 1: Vigtigste krav og karakteristika for pengemarkedsforeninger i EU

	Pengemarkedsforening med kort løbetid			Standardpengemarkedsforening
	Stabil nettoaktivværdi		Variabel nettoaktivværdi (VNAV)	
Krav	**CNAV**	**LVNAV**	**VNAV med kort løbetid**	**Standard-VNAV**
WAM	Højst 60 dage			Højst 6 måneder
WAL	Højst 120 dage			Højst 12 måneder
Aktivernes løbetid	Højst 397 dage			Højst 2 år med en 397-dages nulstilling
DLA	Mindst 10 %		Mindst 7,5 %	
WLA	Mindst 30 % (herunder op til 17,5 % i offentlig gæld med forfald inden for 190 dage)		Mindst 15 %	
Andet	Ingen krav til gearing, diversificering, kreditkvalitet, gennemsigtighed og rapportering			

I 2023 offentliggjorde Kommissionen en rapport[3] (rapporten om forordningen om pengemarkedsforeninger fra 2023), som viste, "at forordningen om pengemarkedsforeninger med succes bestod den test af likviditetsstress, som pengemarkedsforeninger oplevede under den covid-19-relaterede uro på markedet i marts 2020, de seneste rentestigninger og den dermed forbundne prisjustering af finansielle aktiver"[4]. Selv om rapporten konkluderede, at rammen i det store og hele har kunnet sikre sektorens modstandsdygtighed, fremhævede den visse aspekter af likviditetsrisikostyringen, som krævede en yderligere vurdering for at sikre pengemarkedsforeningernes modstandsdygtighed.

Som opfølgning på rapporten om forordningen om pengemarkedsforeninger fra 2023 vurderes det i denne rapport, hvordan pengemarkedsforeninger fungerer, på grundlag af omfattende analysearbejde og ved at trække på flere datakilder[5] og høringer[6] for at undersøge, hvordan likviditetsrisici håndteres. Den vurderer, hvordan pengemarkedsforeninger reagerer på likviditetschok, og hvordan forvalterne begrænser likviditetsrisikoen, navnlig ved hjælp af likviditetsbuffere.

I denne rapport fremlægges de vigtigste resultater af vurderingen af pengemarkedsforeningers likviditetsstyring (afsnit 2) og en analyse af passende niveauer for markedets modstandsdygtighed (afsnit 3). Bilagene indeholder en mere dybtgående teknisk analyse af disse emner.

[3] Commission adopts report on the functioning of the Money Market Funds Regulation (MMF) – Finance.
[4] Rapporten om forordningen om pengemarkedsforeninger fra 2023, s. 21.
[5] Data er indhentet fra følgende kilder: Crane Data, Morningstar, ESMA og NCA'er.
[6] Kommissionen, Targeted consultation on the functioning of the Money Market Fund Regulation, 12. april 2022, og Kommissionen, Targeted consultation assessing the adequacy of the macroprudential policies for non-bank financial intermediation (NBFI), 22. maj 2024.

2 Vurdering af pengemarkedsforeningers likviditetsstyring

2.1 Likviditetsbufferniveauer

Kommissionen foretog en analyse af likviditetsbuffere på niveauet for hele sektoren (makroanalyse) og på niveauet for de enkelte pengemarkedsforeninger (mikroniveau) for at forstå, hvordan niveauerne fastlægges, og om markedet udviser en ensartet adfærd.

Hovedkonklusion 1: De fleste pengemarkedsforeninger i EU har likviditetsbuffere, som ligger et godt stykke over minimumskravene i forordningen om pengemarkedsforeninger

Pengemarkedsforeninger har en bred vifte af likviditetsbufferniveauer, som er knyttet til deres særlige situation, navnlig deres sandsynlighed for at blive mødt med indløsningsanmodninger af varierende størrelse afhængigt af investorgrundlaget. Mellem 1. kvartal 2020 og 4. kvartal 2025 havde pengemarkedsforeninger med VNAV i gennemsnit mindst 19 % i DLA og 29 % i WLA sammenlignet med de lovbestemte minimumsniveauer på henholdsvis 7,5 % og 15 %, mens pengemarkedsforeninger med CNAV og LVNAV havde endnu højere buffere med gennemsnit på 36 % i DLA og 54 % i WLA sammenlignet med de lovbestemte minimumstærskler på henholdsvis 10 % og 30 %.

Tabel 2 viser fordelingen af DLA og WLA efter foreningstype over en seksårig periode. For så vidt angår fordelingen af WLA for LVNAV'er var den gennemsnitlige buffer f.eks. 50 %, mens den gennemsnitlige buffer for LVNAV'er lå under 43 % ved 25. percentil og på 54 % ved 75. percentil. Disse data viser, at langt størstedelen af pengemarkedsforeninger med LVNAV (75 %) havde et gennemsnitligt WLA-niveau på over 43 %. Tilsvarende resultater kan iagttages for de øvrige kategorier af pengemarkedsforeninger og for deres respektive DLA.

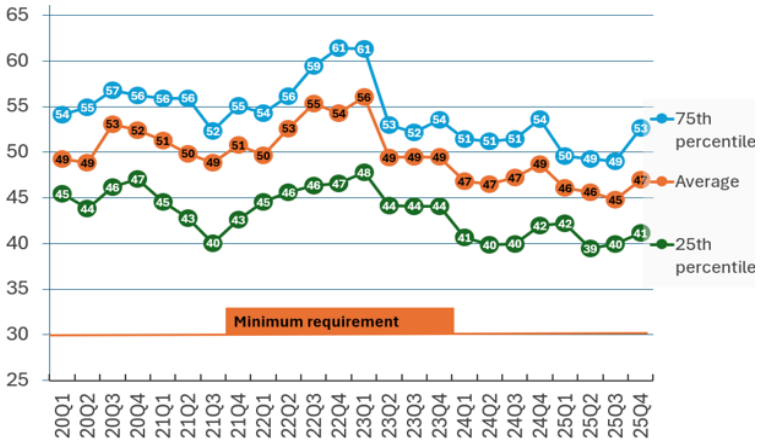
Tabel 2: Fordeling af DLA og WLA efter foreningstype over en seksårig periode (i % af pengemarkedsforeningens NAV)

		Foreningstype			
		CNAV	**LVNAV**	**VNAV med kort løbetid**	**Standard-VNAV**
DLA	**25. percentil**	24 %	25 %	11 %	8 %
	Gennemsnit	40 %	33 %	22 %	15 %
	75. percentil	53 %	38 %	28 %	18 %
WLA	**25. percentil**	41 %	43 %	22 %	16 %
	Gennemsnit	59 %	50 %	35 %	24 %
	75. percentil	76 %	54 %	43 %	28 %

Kilder: Europa-Kommissionen på grundlag af ESMA-data fra 1. kvartal 2020 til 4. kvartal 2025

Det faktum, at de fleste pengemarkedsforeninger i EU har likviditetsbuffere, som ligger et godt stykke over minimumskravene i forordningen om pengemarkedsforeninger, skyldes den generelt forsigtige tilgang, som pengemarkedsforeninger i EU har anlagt som følge af et stærkt tilsyn, investorernes kontrol (som er gjort lettere med gennemsigtighedskravene i forordningen om pengemarkedsforeninger) og øget bevidsthed om omdømmerisici. Denne adfærd forbliver relativt stabil over tid, med enkelte variationer (se figur 1 om LVNAV og bilag I). Figur 1 viser, at det laveste niveau, der blev observeret mellem 2020 og 2025, var en gennemsnitlig likviditetsbuffer på 45 %, idet 25. percentil aldrig faldt under et gennemsnit på 40 % (2. kvartal 2025).

Figur 1: Tendenser i fordelingen af WLA for pengemarkedsforeninger med LVNAV



Kilde: Europa-Kommissionen på grundlag af ESMA-data fra 1. kvartal 2020 til 4. kvartal 2025
Bemærkning: Tendenser i det gennemsnitlige WLA-niveau og 25. og 75. percentil for WLA (som procentdel af NAV) for pengemarkedsforeninger med LVNAV.

Lignende mønstre kan ses for andre kvantitative krav i forordningen om pengemarkedsforeninger, hvilket tyder på en forsigtig tilgang i hele sektoren for pengemarkedsforeninger. For eksempel lå WAL-niveauerne fortsat langt under de gældende lovbestemte maksimumsgrænser. For pengemarkedsforeninger med CNAV og LVNAV samt VNAV med kort løbetid lå WAL-niveauerne, målt ved gennemsnit og median, generelt mellem 40 og 65 dage sammenlignet med et lovbestemt maksimum på 120 dage. Dette viser, at aktivernes løbetider i gennemsnit er to til tre gange kortere end den lovbestemte grænse, **hvilket muliggør hurtigere udbetalinger og bidrager til genopbygningen af likviditetsbuffere**. Pengemarkedsforeninger med standard-VNAV havde højere WAL-niveauer, med gennemsnits- og medianniveauer på omkring 110-125 dage, hvilket ligger langt under den lovbestemte øvre grænse på 360 dage[7].

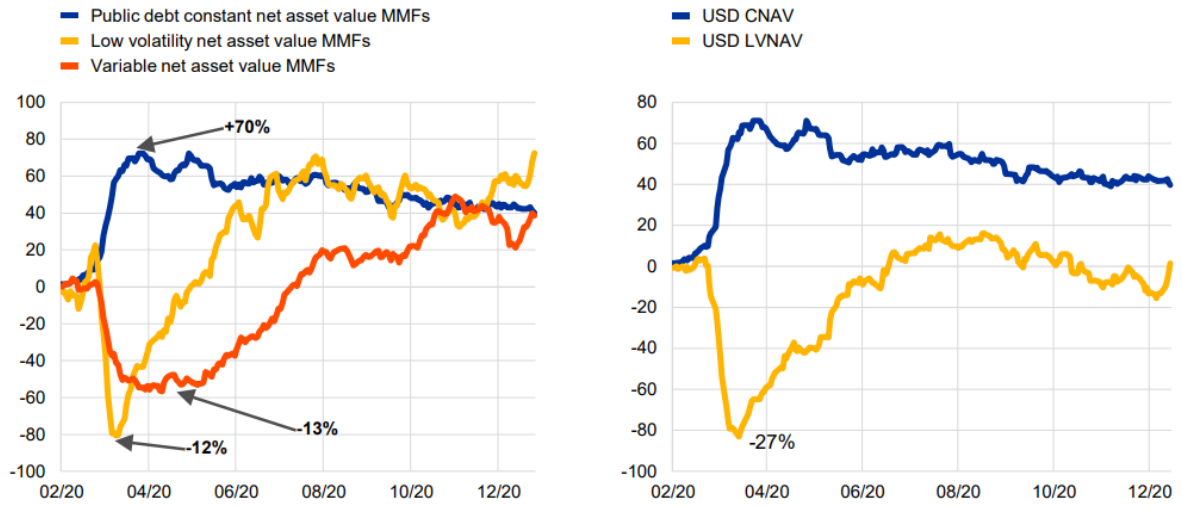
Hovedkonklusion 2: Pengemarkedsforeninger har forskellige niveauer af likviditetsbuffere på grund af deres forskellige karakteristika og de forskellige grader af potentielle likviditetschok, de kan blive udsat for

Pengemarkedsforeninger opererer generelt med buffere over de lovbestemte minimumskrav, selv om disse kan variere. Det skyldes, at pengemarkedsforeninger har forskellige karakteristika, herunder kategori (VNAV, LVNAV eller CNAV), valutaeksponering, investorsammensætning og anvendelsesformål (jf. bilag II). De er derfor udsat for forskellige grader af potentielle likviditetschok. Selv pengemarkedsforeninger af samme type og i samme valuta har ikke den samme sårbarhed over for likviditetschok.

I denne forbindelse oplevede pengemarkedsforeninger i gennemsnit indløsningschok under markedshændelsen i forbindelse med covid-19 (jf. figur 2), **som kunne håndteres ved hjælp af deres likviditetsbuffere**. Figur 2 viser, at pengemarkedsforeninger med VNAV over en måned oplevede hævninger på omkring 13 %, sammenholdt med en ugentlig minimumslikviditetsbuffer på 15 %. Pengemarkedsforeninger med LVNAV registrerede udgående pengestrømme på omkring 12 %, stigende til 27 % for foreninger denomineret i USD, mod en ugentlig likviditetsbuffer på 30 %. Pengemarkedsforeninger med CNAV havde derimod betydelige indgående pengestrømme i den indledende fase af covid-19-pandemien.

[7] ESMA, EU MMF market 2023, og Crane Data.

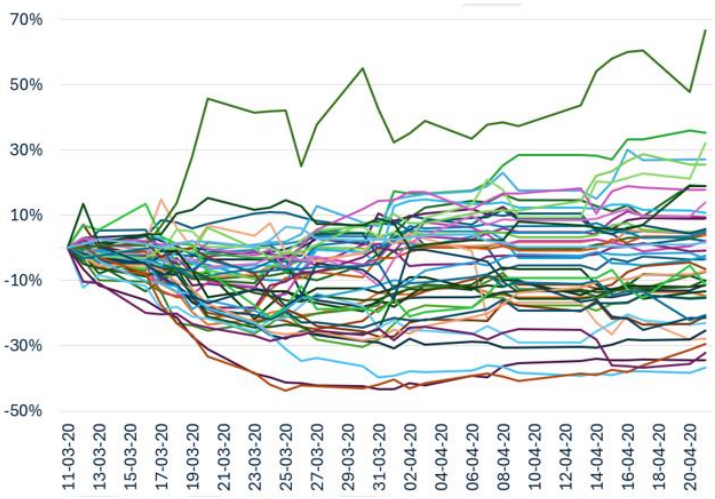
Figur 2: Kumulative nettostrømme i pengemarkedsforeninger ved begyndelsen af markedshændelsen i forbindelse med covid-19



Kilder: ESRB's rapport, juli 2021, Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds
Bemærkning: Daglige kumulative nettostrømme fordelt på foreningstype og angivet i mia. EUR (y-aksen). Positive værdier angiver nettotegning, mens negative værdier angiver nettoindløsning. Procenterne viser foreningernes strømme i forhold til nettoaktivværdien for hver foreningstype.

Hvad angår USD-denominerede pengemarkedsforeninger med LVNAV, oplevede de et betydeligt indløsningschok under markedshændelsen i forbindelse med covid-19. Virkningen var imidlertid yderst ujævnt fordelt på denne gruppe af pengemarkedsforeninger, idet 6 % oplevede kumulative udgående pengestrømme netto på over 30 %, mens 10 % ikke oplevede nogen indløsninger. Mellem disse to yderpunkter blev der observeret forskellige mellemliggende niveauer af ind- og udgående pengestrømme, som vist i figur 3. Linjerne viser de kumulative nettostrømme for individuelle USD-denominerede pengemarkedsforeninger med LVNAV over ca. fem uger under markedshændelsen i forbindelse med covid-19.

Figur 3: Kumulative strømme for individuelle USD-denominerede pengemarkedsforeninger med LVNAV under markedshændelsen i forbindelse med covid-19



Kilder: Crane Data og NCA'er.
Bemærkning: Hver linje repræsenterer de kumulative strømme netto som procent af NAV (y-aksen) for en USD-denomineret pengemarkedsforening med LVNAV med en NAV på over 1 mia. EUR. Positive værdier angiver nettotegning, mens negative værdier angiver nettoindløsning. Disse eksempler viser, at selv om USD-denominerede pengemarkedsforeninger med LVNAV oplevede betydelige indløsninger under markedshændelsen i forbindelse med covid-19, var virkningen ujævnt fordelt på denne foreningstype.

2.2 Hvordan pengemarkedsforeninger imødekommer indløsningsanmodninger

Pressede markedsforhold, f.eks. under markedshændelsen i forbindelse med covid-19 og markedshændelsen vedrørende passivbaserede investeringsforeninger (LDI-foreninger), giver værdifuld indsigt i dynamikken i likviditetsstyring under sådanne forhold. Kommissionen analyserede pengemarkedsforeningers evne til at genopbygge likviditetsbuffere, også under pressede markedsforhold. På grundlag af omfattende datasæt fokuserede denne analyse på to niveauer: 1) det samlede marked og 2) en nærmere gennemgang af pengemarkedsforeninger, der blev udsat for de kraftigste likviditetschok.

Hovedkonklusion 3: Pengemarkedsforeninger er i stand til at genopbygge deres likviditetsbuffere under kraftigt indløsningspres, også under pressede markedsforhold

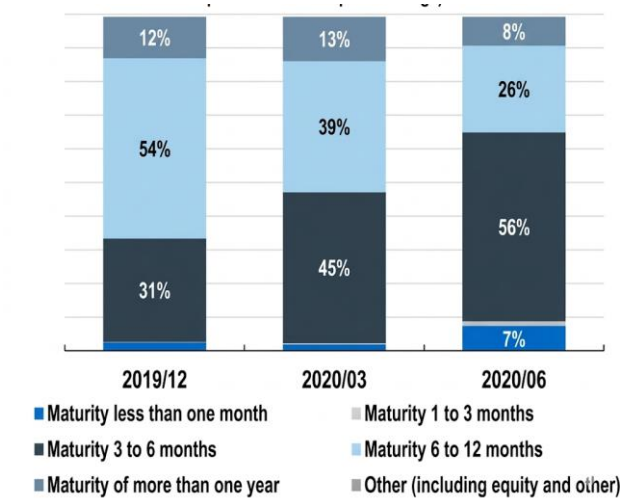
Under normale markedsforhold opretholder og genopbygger pengemarkedsforeninger typisk deres likviditetsbuffere gennem "mekaniske operationer". Dette sker ikke alene gennem revolverende cyklusser, hvor kortfristede aktiver af høj kvalitet, der nærmer sig forfald (kortfristede gældsbreve, indskudsbeviser og statsgældsbeviser[8]), udløber, og kontantbeholdningen geninvesteres i nye kortfristede aktiver, der nærmer sig forfald, men også gennem transaktioner på sekundærmarkedet og anvendelsen af sikret dag til dag-finansiering (f.eks. reverse repo), som kan opskaleres eller nedskaleres dagligt. Denne proces er reguleret og underlagt tilsyn på grundlag af stramme løbetidskrav i forordningen om pengemarkedsforeninger, navnlig WAL, som samlet set begrænser pengemarkedsforeningers aktivers gennemsnitlige løbetid og begrænser løbetiden for hvert enkelt aktiv (jf. tabel 1).

Under pressede markedsforhold går pengemarkedsforeningers "genopfyldning" fra "mekaniske operationer" til "defensive operationer". Efterhånden som indløsningerne tiltager, og likviditeten på sekundærmarkedet forringes, fremskynder forvaltere af pengemarkedsforeninger aktivt fremskaffelsen af kontanter ved at afhænde beholdninger og reducere eksponeringen mod markedspriser (jf. figur 4). Med henblik herpå tilpasser de porteføljesammensætningen for at reducere WAM (følsomheden over for markedspriser) og WAL (den gennemsnitlige løbetid)[9] ved at koncentrere geninvesteringerne i de mest likvide obligationer med den korteste løbetid. Dette gør det muligt for pengemarkedsforeninger at fremskynde genopbygningen af likviditetsbuffere. Figur 3 viser udviklingen i pengemarkedsforeningers obligationsporteføljer før og ved begyndelsen af covid-19-pandemien. Den viser, at andelen af obligationer med kortere løbetid (3-6 måneder) i porteføljen på tværs af sektoren næsten blev fordoblet fra december 2019 til juni 2020.

[8] Pengemarkedsforeninger investerer i kortfristede instrumenter som kortfristede gældsbreve, indlånsbeviser og statsgældsbeviser for at give investorerne et likvidt lavrisikoafkast.

[9] Markedsrisikoen er proportional med obligationernes løbetid. Ved at forkorte løbetiden på de obligationer, der indgår i pengemarkedsforeningers porteføljer, bliver disse porteføljer mindre eksponeret for markedsrisiko, når obligationer omsættes til kontanter inden for en kortere tidsramme.

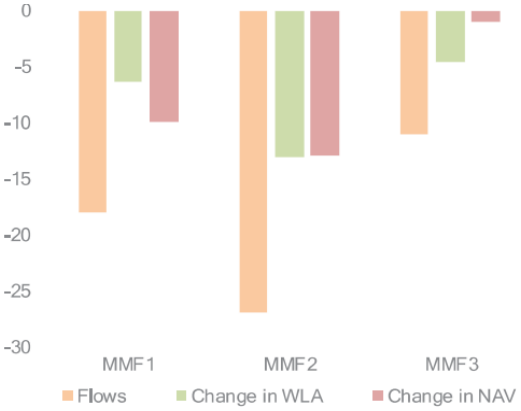
Figur 4: Udviklingen i pengemarkedsforeningers gældssammensætning



Kilde: EFAMA, European MMFs in the Covid-19 market turmoilovid-19, november 2020

Bemærkning: Opdeling af gæld efter løbetid i pengemarkedsforeningers portefølje, angivet som procent af deres samlede aktiver

Figur 5: Afvejning mellem WLA og NAV-afvigelse



Kilde: ESMA-rapport, Vulnerabilities in money market funds, 2021

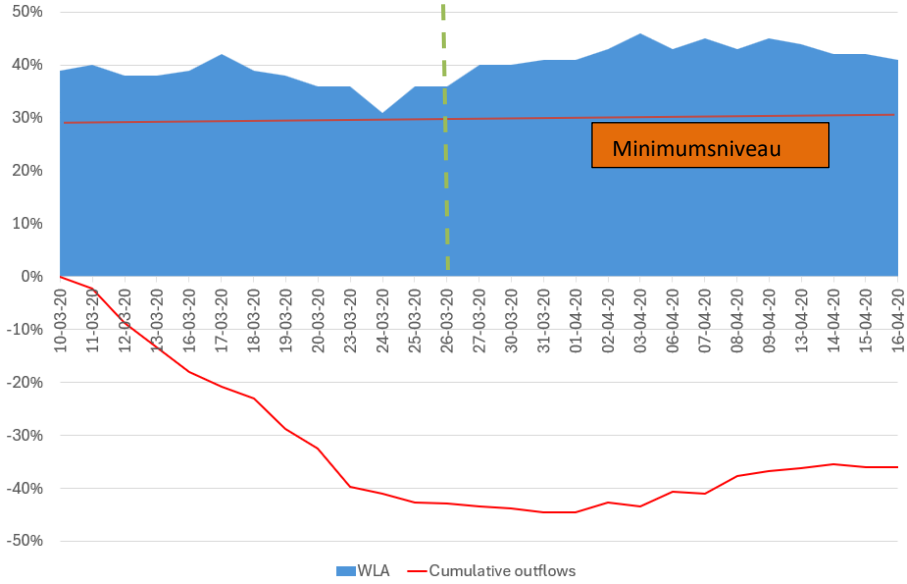
Bemærkning: 7-dages nettostrømme, WLA som procent af NAV og NAV-afvigelse (i basispoint) pr. 25. marts 2020

For de enkelte pengemarkedsforeninger viste en analyse af foreninger, der havde oplevet store indløsningsanmodninger, et lignende mønster: Disse foreninger prioriterede at opretholde likviditet og kunne, efter at have trukket på deres likviditetsbuffere, hurtigt genopbygge dem (jf. figur 6 til illustration og bilag I). Samlet set var de indløsningschok, som de enkelte pengemarkedsforeninger oplevede, mindre end størrelsen af de likviditetsbuffere, de havde, hvilket gjorde det muligt for foreningerne hurtigt at imødekomme indløsningsanmodninger. Figur 6 viser et eksempel på en pengemarkedsforening med LVNAV, der oplevede et ekstremt indløsningsscenario, og hvordan den i referenceperioden havde ugentlige likviditetsbuffere over de lovbestemte minimumskrav. På trods af udgående pengestrømme på 45 % i perioden faldt WLA ikke til under 30 %[10].

Det bør bemærkes, at pengemarkedsforeninger med LVNAV har opretholdt deres WLA-buffere enten gennem amortisering af porteføljen eller salg af aktiver i en situation med større kursspænd. Dette kan have udløst NAV-afvigelser, navnlig hvor mindre likvide aktiver såsom kortfristede gældsbreve og indskudsbeviser blev solgt. Disse NAV-afvigelser er illustreret i figur 5. Opretholdelsen af WLA-buffere kan derfor have krævet salg af mindre likvide aktiver, hvilket har bidraget til NAV-afvigelser.

[10] Det bør bemærkes, at centralbankers intervention på markederne for kortfristede gældsbreve også understøttede sektoren og bidrog til at forhindre yderligere følger for pengemarkedsforeninger under pres.

Figur 6: Eksempel på et worst case-scenario for en pengemarkedsforening med LVNAV under et kraftigt likviditetschok



Kilder: Crane Data og NCA'er.

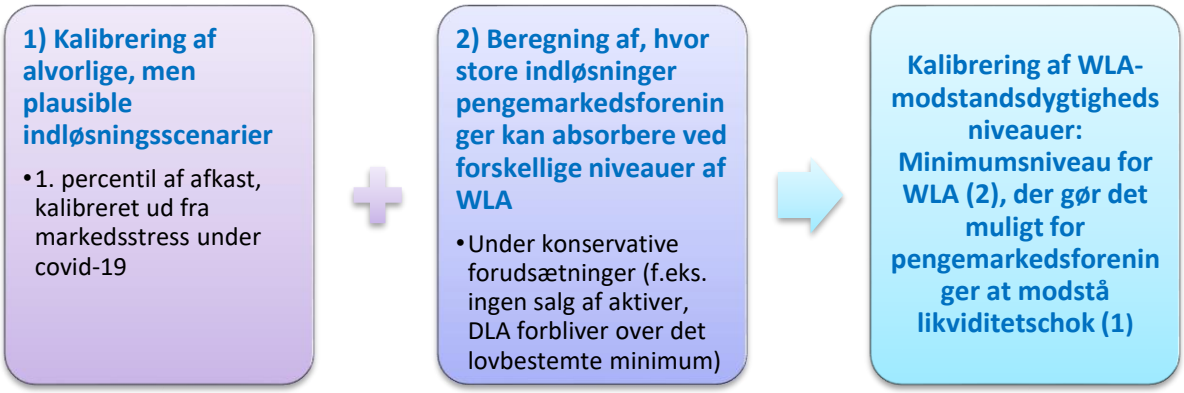
Bemærkning: Eksempel på en pengemarkedsforening med LVNAV med meget betydelige udgående pengestrømme, der illustrerer virkningen på WLA og den efterfølgende genopbygning af likviditeten. Se andre eksempler i bilag I.

3 VURDERING AF PASSENDE NIVEAUER FOR MARKEDETS MODSTANDSDYGTIGHED FOR PENGEMARKEDSFORENINGER

Dette afsnit undersøger modstandsdygtigheden i sektoren for EU-pengemarkedsforeninger over for betydelige stigninger i indløsningsanmodninger. Som omtalt i de foregående afsnit spiller likviditetsbuffere en afgørende rolle for imødekommelsen af indløsningsanmodninger, navnlig i perioder, hvor de kortfristede markeder kan være illikvide. For at gennemføre denne analyse beregnede Kommissionen det minimumsniveau for WLA ("WLA-modstandsdygtighedsniveauet"), som, hvis det opretholdes af pengemarkedsforeninger, ville gøre det muligt for dem at imødekomme store indløsningsanmodninger, samtidig med at DLA holdes over det lovbestemte minimum.

Metoden sammenfattes nedenfor, og de tilsvarende data præsenteres i bilag III.

De vigtigste trin i den metode, der er anvendt til at kalibrere WLA-modstandsdygtighedsniveauet



Hovedkonklusion 4: For at modstå pressede markedsforhold er WLA-modstandsdygtighedsniveauer på 40 % for pengemarkedsforeninger med stabil NAV og 20 % for pengemarkedsforeninger med VNAV generelt tilstrækkelige.

Denne analyse viser, at WLA-modstandsdygtighedsniveauer på 40 % for pengemarkedsforeninger med stabil NAV og 20 % for pengemarkedsforeninger med VNAV generelt er tilstrækkelige til at modstå pressede markedsforhold (jf. også bilag III). Mere specifikt ville WLA på eller over disse modstandsdygtighedsniveauer gøre det muligt for EU-pengemarkedsforeninger at modstå alvorlige indløsningschok uden brandsalg af aktiver og samtidig holde DLA over de lovbestemte minimumskrav. At holde DLA over minimumsniveauet bidrager til at sikre øjeblikkelig likviditet til indløsninger, især i perioder med stress, hvor pengemarkedsforeninger kan opleve indløsninger over flere på hinanden følgende dage.

Det betyder, at en ensartet anvendelse af disse modstandsdygtighedsniveauer, **set fra et markedsperspektiv som helhed**, vil styrke EU-pengemarkedsforeningernes evne til at modstå pressede markedsforhold og til at begrænse spredningen af chok til resten af det finansielle system og økonomien.

Kommissionen mener derfor, at disse WLA-modstandsdygtighedsniveauer kan tjene som praktiske referencepunkter for likviditetsrisikostyring. Fra et tilsynsperspektiv kan de også fungere som tidlige advarselsindikatorer, der giver anledning til nærmere overvågning eller en styrket tilsynsmæssig indsats fra NCA'ernes side, når pengemarkedsforeninger vedvarende ligger under de identificerede modstandsdygtighedsniveauer. Derfor kan disse **WLA-modstandsdygtighedsniveauer anvendes til at afdække situationer, der kræver yderligere opmærksomhed fra forvaltere af pengemarkedsforeninger, navnlig deres risikostyringsteams, og en styrket tilsynsmæssig indsats fra de relevante NCA'er over for forvaltere af pengemarkedsforeninger.**

Det bør understreges, at det er usandsynligt, at mange pengemarkedsforeninger vil opleve indløsningschok af den størrelse, der er anvendt til at kalibrere WLA-modstandsdygtighedsniveauerne. Som det fremgår af denne rapport, er pengemarkedsforeninger forskellige. Deres sandsynlighed for at blive udsat for likviditetschok afhænger af deres specifikke karakteristika og investorgrundlag. Desuden bygger kalibreringen af WLA-modstandsdygtighedsniveauer på konservative antagelser, navnlig antagelsen om, at DLA ikke anvendes, når det lovbestemte minimum er nået.

Derfor står det ikke i et rimeligt forhold til heterogeniteten i sektoren for pengemarkedsforeninger og foreningstyperne (hovedkonklusion 2) at fastsætte de fastslåede WLA-modstandsdygtighedsniveauer som nye bindende lovbestemte minimumskrav. I stedet mener Kommissionen, at disse WLA-modstandsdygtighedsniveauer kan tjene som benchmarks for tilsyn og risikostyring og støtte forvaltere af en pengemarkedsforening og NCA'er i at identificere situationer, der kan kræve nærmere overvågning og en styrket tilsynsmæssig indsats.

4 KONKLUSION

Konklusionerne i denne rapport er tænkt som grundlag for at forbedre forvaltere af pengemarkedsforeningers likviditetsstyring og NCA'ers tilsyn med pengemarkedsforeninger. Konklusionerne i afsnit 2 viser, at likviditetsniveauerne på tværs af sektoren er forskellige, selv om de generelt ligger et godt stykke over de lovbestemte minimumstærskler i forordningen om pengemarkedsforeninger. Desuden har sektoren for pengemarkedsforeninger som helhed håndteret likviditetsrisici på en ansvarlig måde, både løbende og i perioder med pressede markedsforhold.

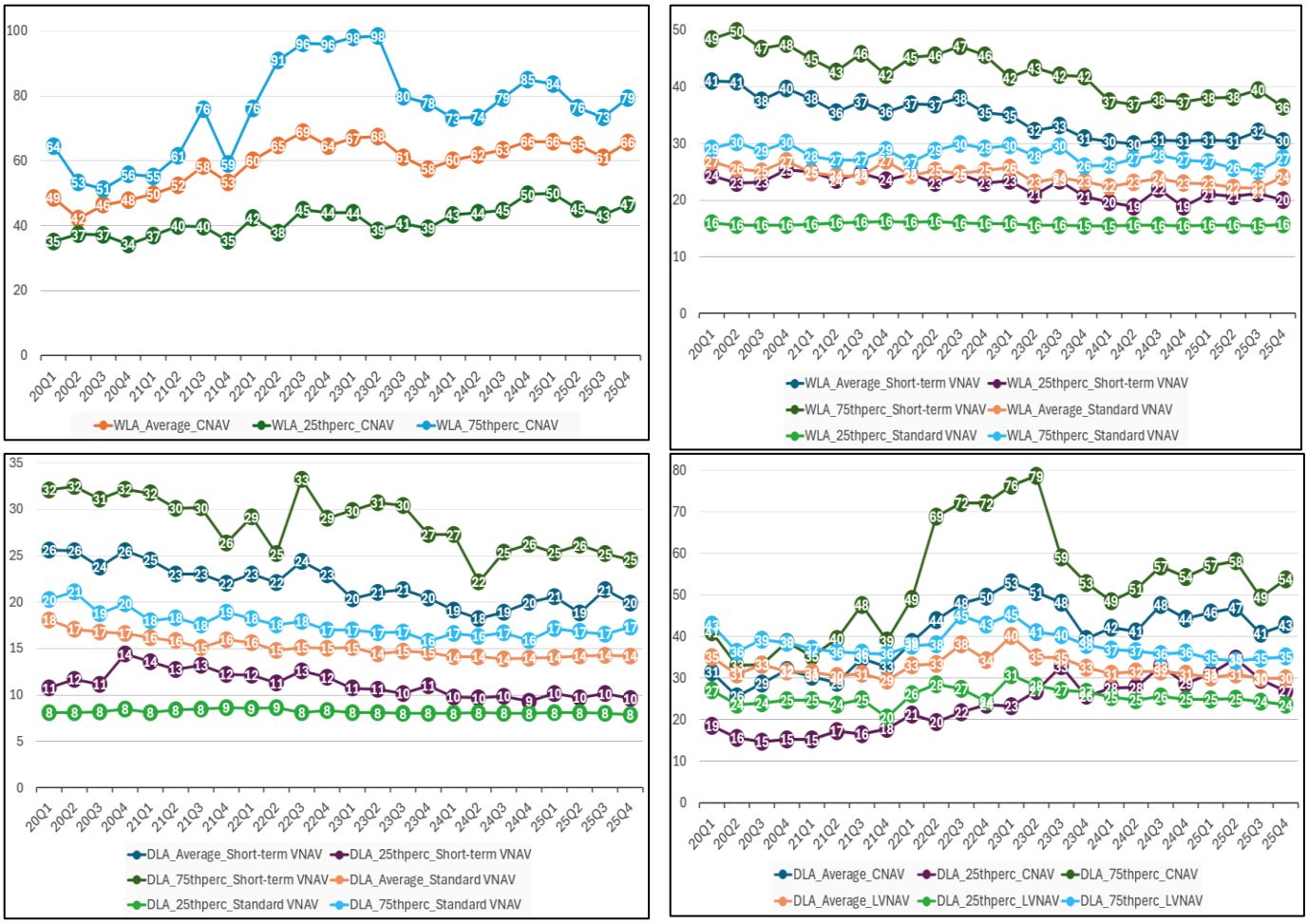
Konklusionerne i afsnit 3 viser, at de identificerede WLA-modstandsdygtighedsniveauer kan tjene som benchmarks for tilsyn og likviditetsrisikostyring, under hvilke intensiteten af kontrollen inden for pengemarkedsforeningers og deres forvalteres risikostyringsfunktioner med fordel bør øges, og NCA'ernes tilsynsmæssige kontrol og indsats styrkes, for at sikre markedets robusthed som helhed.

5 BILAG I: LIKVIDITETSBUFFERNIVEAUER

5.1 Statistik over likviditetsbufferniveauer

Figur I.1 viser statistik over likviditetsbufferniveauer og illustrerer, at pengemarkedsforeninger opretholder likviditet over de lovbestemte minimumskrav, og hvordan disse niveauer ændrer sig over tid.

Figur I.1: WLA- og DLA-niveauer

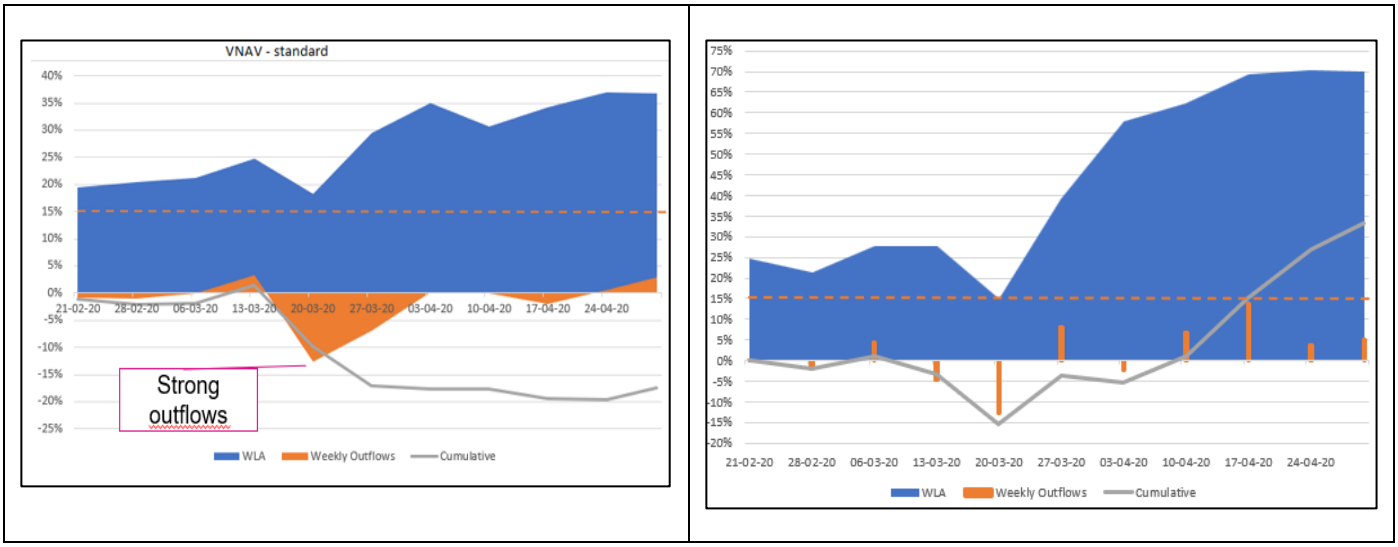


Kilde: Europa-Kommissionen på grundlag af ESMA-data fra 1. kvartal 2020 til 4. kvartal 2025
Bemærkning: Tendenser i det gennemsnitlige WLA-niveau samt 25. og 75. percentil for WLA (som procentdel af nettoaktivværdien) på tværs af LVNAV.

5.2 Eksempler på pengemarkedsforeninger, der oplever store indløsningschok

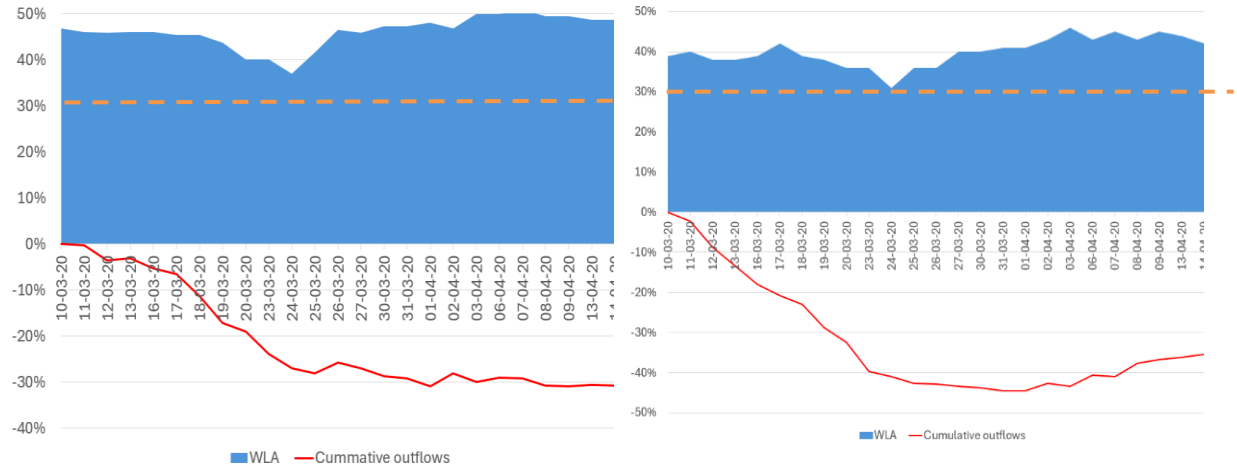
Genopbygningen af likviditetsbuffere blev analyseret med fokus på de 10 % af foreningerne, der havde de største udgående pengestrømme. Analysen byggede på tilsynsdata fra NCA'er, andre datakilder, foreningernes kommunikation om likviditetsstyring under pressede markedsforhold og ændringer i porteføljesammensætningen. Der tegnede sig et ensartet mønster: Selv blandt de hårdest ramte foreninger var pengemarkedsforeningerne i stand til at genopbygge deres likviditetsbuffere inden for en forholdsvis kort periode efter stressperioden.

Figur I.2: Eksempler på genopbygning af likviditetsbuffere i to foreninger med VNAV i forbindelse med store indløsningsanmodninger



Kilder: Crane Data og NCA'er.
Bemærkning: Eksempel på to pengemarkedsforeninger med VNAV med betydelige udgående pengestrømme, som illustrerer virkningen på WLA og den efterfølgende genopbygning af likviditetsbuffere. Minimumsniveauet på 15 % er vist som en stiplet linje. .

Figur I.3: Genopbygning af likviditetsbuffere i forbindelse med store indløsningskrav



Kilder: Crane Data og NCA'er.
Bemærkning: Eksempel på to pengemarkedsforeninger med LVNAV med betydelige udgående pengestrømme, som illustrerer virkningen på WLA og den efterfølgende genopbygning af likviditetsbuffere. Minimumsniveauet på 30 % er vist som en stiplet linje.

6 BILAG II: INDLØSNINGSMØNSTRE UNDER PRESSEDE MARKEDSFORHOLD

6.1 Markedsstress ved begyndelsen af covid-19-pandemien

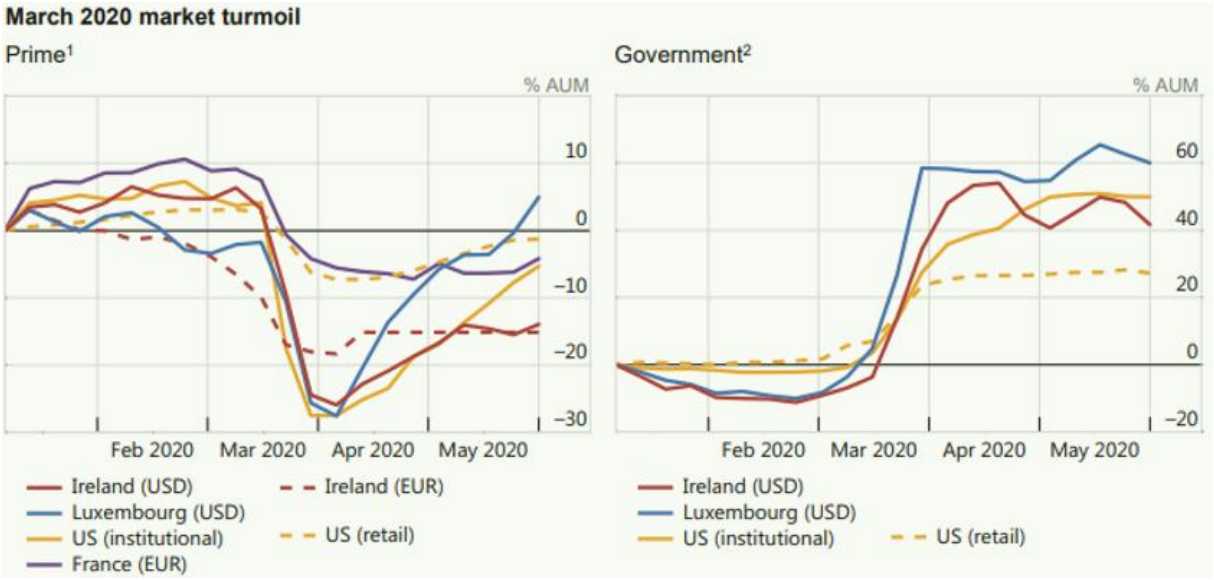
6.1.1 Samlet markedspåvirkning

De markedshændelser, der blev udløst af covid-19-pandemien, startede i februar 2020, efterhånden som bekymringen over virussets globale spredning tog til, og de finansielle markeder begyndte at revurdere risici. Virkningen på pengemarkedsforeninger gjorde sig dog hovedsagelig gældende i midten af marts 2020 og fortsatte indtil juni 2020, hvor der blev observeret pressede markedsforhold.

I løbet af en 15-dages periode fra midten af marts øgede investorerne i visse pengemarkedsforeninger deres efterspørgsel efter likviditet, navnlig fra USD-denominerede pengemarkedsforeninger med LVNAV, som oplevede et betydeligt indløsningspres (omkring 18 % og 30 % i disse markedssegmenter).

USD-denominerede pengemarkedsforeninger med LVNAV havde de største og mest langvarige udgående pengestrømme blandt alle europæiske kortfristede pengemarkedsforeninger i de første uger af marts 2020. Det skyldtes, at investorerne ud over indløsninger knyttet til likviditetsbehov flyttede over i statsgældsbaserede CNAV'er i EU.

Figur II.1: Kumulative strømme i pengemarkedsforeninger i 2020



Kilde: FSB, Policy proposals to enhance MMF resilience, oktober 2021

6.1.2 Uensartede virkninger og reaktioner på tværs af pengemarkedsforeninger

Størrelsen af indløsningsanmodninger og investoradfærden under normale og pressede forhold varierer betydeligt på tværs af pengemarkedsforeninger. Reaktioner og adfærd bestemmes af forskellige faktorer, især investorgrundlaget, forskelle inden for investorgrundlaget og anvendelsesformålet for deres investeringer (jf. nedenfor), størrelsen af nøgleinvestorer samt investorsammensætningen. En anden afgørende faktor er foreningstypen (VNAV, LVNAV, CNAV).

Selv om foreningens klassificering og valuta klart er væsentlige bestemmende faktorer, oplevede selv meget lignende kategorier meget forskellige chok under og efter covid-19-kriseperioden. Disse forskelle er vist i figur 3.

Figur 2 og 3 viser, at USD-denominerede pengemarkedsforeninger med LVNAV samlet set oplevede et betydeligt indløsningschok i begyndelsen af covid-19-pandemien. Virkningen var imidlertid meget uensartet på tværs af foreningerne. Mindre end 6 % af pengemarkedsforeningerne med LVNAV havde kumulative udgående pengestrømme på mere end 30 % af deres nettoaktivværdi.

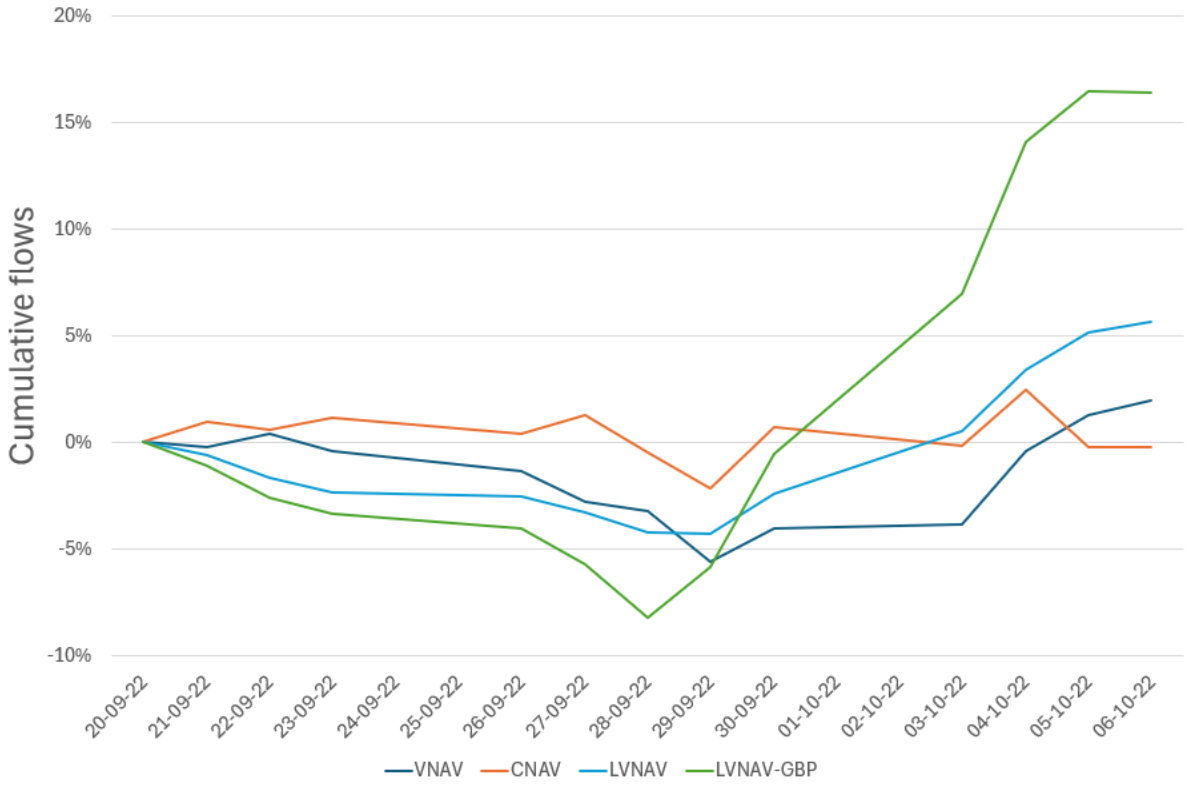
En af årsagerne til denne heterogenitet er investorernes anvendelsesformål**.** Tre stiliserede "ekstreme" eksempler illustrerer, hvordan samme pengemarkedsforening kan have meget forskellige indløsningsmønstre afhængigt af investorgrundlaget og investorernes adfærd i forskellige markedssituationer.

1) **Anvendelse af pengemarkedsforeninger som instrument til likviditetsstyring/"betaling" (forudsigelig cyklus):** Nogle institutionelle investorer anvender pengemarkedsforeninger med VNAV som **beholdninger af kontanter til kortsigtede behov**, hvor kontanter f.eks. investeres, efterhånden som bidrag/præmier opkræves, og derefter indløses i en **forudsigelig rytme** (f.eks. omkring pensionsudbetalingscyklusser). I denne situation er udgående pengestrømme ofte **planlagte og kan forudses**, så ethvert fald i likviditeten snarere er et planlagt udsving end et stormløb. Et lignende eksempel er pensionsordninger med regelmæssige indgående pengestrømme (bidrag) og periodiske udgående pengestrømme (ydelsesudbetalinger), hvilket skaber forudsigelige pengestrømsmønstre.
2) **Anvendelse af pengemarkedsforeninger som likviditetsinstrument til sikkerhedsstillelse/margin (mønster med potentielt brat fald):** Når pengemarkedsforeninger anvendes som **likviditetsreserver til sikkerhedsstillelse** (direkte eller indirekte) for derivater, genkøbstransaktioner eller LDI-relaterede marginbehov, kan indløsninger være drevet af **markedsbevægelser og de dermed forbundne marginkrav**. I gearede LDI-foreninger kan behovet for sikkerhedsstillelse stige hurtigt, når renterne stiger (hvilket afspejler tab opgjort til markedsværdi), hvilket udløser et samtidigt kapløb om kontanter blandt mange markedsaktører. Under disse omstændigheder kan investorer indløse pengemarkedsforeningers aktier/andele for at opfylde krav om sikkerhedsstillelse, eller de kan anvende pengemarkedsforeningers beholdninger i forbindelse med forvaltning af sikkerhedsstillelse, hvilket skaber **en mere procyklisk og korreleret efterspørgsel efter likviditet** end ved "ren" likviditetsstyring.
3) **Anvendelse af pengemarkedsforeninger til at samle likvide midler fra andre foreninger, der forvaltes af den samme kapitalforvalter som pengemarkedsforeningen. Her har forvalteren overblik over indløsningsstrømmene**.

6.2 Den LDI-relaterede markedshændelse

I slutningen af september 2022 blev der observeret en kraftig stigning i renterne på britiske statsobligationer og alvorligt stress i de passivbaserede investeringsstrategier (LDI), som pensionskasser anvender. Dette medførte store tab opgjort til markedsværdi for LDI-foreninger, hvilket igen udløste variationsmarginkrav. Disse marginkrav skabte en pludselig og betydelig efterspørgsel efter likvide midler, som smittede af på GBP-denominerede pengemarkedsforeninger, selv om pengemarkedsforeninger ikke var kilden til den pludselige ekstreme efterspørgsel efter likviditet. Nogle pengemarkedsforeninger oplevede hurtige udgående pengestrømme, navnlig fra institutionelle investorer, og reagerede ved at øge likviditetsbufferne og forkorte porteføljernes løbetider.

Figur II.2: LDI-krisens indvirkning på kapitalstrømme i pengemarkedsforeninger



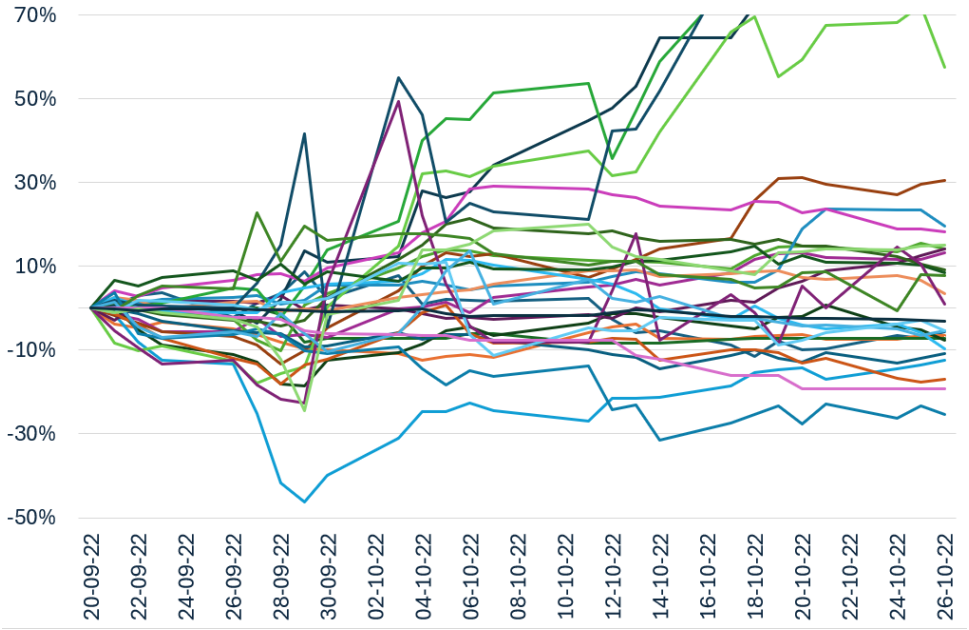
Kilder: Crane Data og NCA'er, pengemarkedsforeninger med en nettoaktivværdi på over 100 mio. EUR

Bemærkning: Kumulative nettostrømme fordelt på foreningstype, udtrykt som procentdel af nettoaktivværdien

Pengemarkedsforeningernes reaktioner på investorernes pludselige efterspørgsel efter likviditet under den LDI-relaterede markedshændelse var endnu mere udtalte end reaktionen under covid-19-pandemien. Mens nogle pengemarkedsforeninger havde indgående pengestrømme, var andre i perioder udsat for et kraftigt indløsningspres. Den LDI-relaterede markedshændelse havde en meget forskelligartet indvirkning på GBP-denominerede pengemarkedsforeninger med LVNAV og berørte kun en håndfuld foreninger og ikke hele sektoren.

Denne forskelligartede indvirkning afspejles i fordelingen af udgående pengestrømme: Selv om medianforeningen havde ugentlige udgående pengestrømme på – 9 % (– 10 % kumulativt), var presset mere alvorligt i den nederste del, idet 10. percentil oplevede ugentlige udgående pengestrømme på – 21 %, og den mest berørte 1 % af foreningerne mistede næsten – 37 % på en enkelt uge (– 42 % kumulativt). Denne udtalte skævhed viser, at presset var koncentreret i foreninger, som i vidt omfang blev anvendt i forbindelse med LDI-strategier som likviditetsbuffere for at imødekomme marginkrav og krav om sikkerhedsstillelse. Derimod registrerede GBP-denominerede LVNAV'er, der tjente bredere likviditetsstyringsformål, og som havde mere diversificerede investorgrundlag og mindre direkte tilknytning til omdannelse af sikkerhedsstillelse eller genkøbsforretninger i statsobligationer, indgående pengestrømme i samme periode.

Figur II.3: Tendenser i nettoaktivværdi for GBP-denominerede foreninger med LVNAV under den LDI-relaterede markedshændelse



Kilder: Crane Data og NCA'er.
Bemærkning: Hver linje repræsenterer de kumulative strømme netto som procent af NAV (y-aksen) for en GBP-denomineret pengemarkedsforening med LVNAV med en NAV på over 1 mia. EUR. Positive værdier angiver nettotegning, mens negative værdier angiver nettoindløsning. Disse eksempler viser, at selv om GBP-denominerede pengemarkedsforeninger med LVNAV oplevede betydelige indløsninger under markedshændelsen i forbindelse med LDI-krisen, var virkningen ujævnt fordelt på denne foreningstype.

7 Bilag III: NIVEAUER FOR MARKEDETS MODSTANDSDYGTIGHED

7.1 Kalibrering af indløsningschok

Ved vurderingen af indløsningschok blev flere modeller testet ved anvendelse af forskellige datakilder (Crane Data, NCA'er og Morningstar) og metodiske tilgange med særligt fokus på at håndtere problemer med datakvaliteten og sikre robusthed.

Den 1. percentil af indløsningerne (i % af NAV) blev i sidste ende valgt, fordi den indfanger alvorlige, men plausible stressforhold, samtidig med at indflydelsen fra potentielle datafejl eller afvigende værdier begrænses.

Denne percentil kalibreres på grundlag af markedshændelsen i forbindelse med covid-19-pandemien, og afspejler derfor et meget ugunstigt scenario. Det bør bemærkes, at sådanne scenarier måske ikke er realistiske for mange pengemarkedsforeninger, der har et forudsigeligt investorgrundlag. Ikke desto mindre anses denne strenge tilgang for hensigtsmæssig i lyset af potentielle afsmitningsrisici, navnlig omdømmemæssig afsmitning.

Relevansen af afsmitning kan også vurderes i lyset af kend din kunde-praksis og den omstændighed, at pengemarkedsforeninger regelmæssigt skal give deres investorer lovpligtige oplysninger. Desuden kræver mange investorer hyppigere og mere detaljerede oplysninger, hvilket yderligere kan mindske afsmitningsrisiciene.

Tabel III.1: Spænd i 1. percentil af fordelingen i indløsningsscenariet, på tværs af datakilder [min. 1. percentil, maks. 1. percentil]

	Dagligt	Ugentligt	Månedligt
VNAV	[–4 %; –8 %]	[–6 %; –19 %]	[–16 %; –45 %]
- **Standard-VNAV**	[–4 %; –8 %]	[–4 %; –21 %]	[–9 %; –45 %]
- **VNAV med kort løbetid**	[–3 %; –10 %]	[–6 %; –15 %]	[–17 %; –26 %]
LVNAV	[–6 %; –11 %]	[–7 %; –28 %]	[–28 %; –45 %]
- **LVNAV USD**	[–9 %; –12 %]	[–16 %; –26 %]	[–30 %; –44 %]
- **LVNAV GBP**	[–8 %; –11 %]	[–16 %; –30 %]	[–26 %; –47 %]
CNAV	[–5 %; –14 %]	[–4 %; –22 %]	[–1 %; –34 %]
Samlet	[–6 %; –11 %]	[–7 %; –26 %]	[–21 %; –45 %]

Kilder: Crane Data, Morningstar og data fra NCA'er

7.2 Kalibrering af "niveauerne for markedets modstandsdygtighed"

Pengemarkedsforeninger i EU kan generelt modstå de indløsningschok, der er beskrevet i afsnit 7.1, hvilket afspejler spredningen i WLA-niveauerne i sektoren. Det er dog fortsat afgørende, at der findes et solidt tilsyn og effektive risikostyringssystemer for at sikre, at likviditetsniveauerne er tilpasset hver forenings specifikke situation.

I denne sammenhæng kalibreres der i dette afsnit WLA-modstandsdygtighedsniveauer, som, hvis de anvendes ensartet som minimumsbenchmarks, vil gøre det muligt for pengemarkedsforeninger at modstå de indløsningsscenarier, der er kalibreret i afsnit 7.1.

Den nedenfor beskrevne metode er anvendt:

1. Analysen estimerer omfanget af de indløsninger, som pengemarkedsforeninger kan absorbere, før deres daglige likvide aktiver falder under det lovbestemte minimumsniveau. Til dette formål betragtes forskellige minimumsniveauer for WLA under anvendelse af faktiske data om porteføljesammensætning og amortisering.

2. For at kalibrere WLA-modstandsdygtighedsniveauerne sammenholdes resultaterne med de indløsningsscenarier, der anvendes på de pengemarkedsforeninger, der er identificeret i afsnit 7.1 (se tabel III.1). Analysen tager højde for amortisering af porteføljen. Følgende konservative antagelser lægges til grund:

    - Indløsninger imødekommes udelukkende ved hjælp af eksisterende DLA og WLA uden salg af andre aktiver end dem, der kategoriseres som DLA og WLA.
    - DLA-niveauet holdes over de lovbestemte minimumskrav[11].

Tabel III.2: Scenario, der er lagt til grund for kalibreringen:

Foreningstype	Dagligt	Ugentligt	Månedligt
Standard-VNAV	– 8 %	– 17 %	– 34 %
Stabil nettoaktivværdi	– 15 %	– 30 %	– 47 %

Kilder: Crane Data, Morningstar og data fra NCA'er

Denne analyse viser, at WLA-modstandsdygtighedsniveauer på mellem 35 % og 40 % for pengemarkedsforeninger med stabil nettoaktivværdi og 20 % for pengemarkedsforeninger med VNAV er tilstrækkelige til at modstå pressede markedsforhold. Navnlig vil opretholdelse af WLA på eller over disse modstandsdygtighedsniveauer gøre det muligt for pengemarkedsforeninger i EU at modstå alvorlige indløsningschok som kalibreret i afsnit 7.1 (dvs. at holde DLA over de lovbestemte minimumsniveauer).

[11] Dette er en konservativ antagelse, eftersom pengemarkedsforeninger i praksis kan tillade, at DLA midlertidigt falder under det lovbestemte minimum for at imødekomme anmodninger om indløsning, og også kan sælge aktiver eller basere sig på indgående pengestrømme.