EUROPESE
COMMISSIE

Brussel, 11.5.2026
COM(2026) 350 final

VERSLAG VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD

over de adequaatheid van Verordening (EU) 2017/1131 van het Europees Parlement en de Raad inzake geldmarktfondsen vanuit prudentieel en economisch oogpunt

SAMENVATTING

Met de verordening inzake geldmarktfondsen (de MMF-verordening), die in 2018 in werking trad, werd een alomvattend kader vastgesteld voor de geldmarktfondsen (Money Market Funds, MMF's) in de EU. Hierin wordt erkend dat zij een belangrijke rol spelen bij het financieren van de economie, met name financiering op korte termijn aan overheidsinstanties en ondernemingen, en het beantwoorden aan de behoeften van beleggers. MMF's in de EU bieden een liquide, goed gereguleerd investeringsinstrument dat bijdraagt aan de verwezenlijking van de doelstellingen van de spaar- en investeringsunie.

De MMF-verordening omvat waarborgen om de veerkracht van MMF's te vergroten, wat essentieel is voor het vertrouwen van beleggers in het product. In het MMF-verslag 2023 van de Commissie[1] werd vastgesteld dat het kader in het algemeen doeltreffend is voor het beperken van liquiditeitsrisico's, en werden bepaalde aspecten van de liquiditeitsrisico's in kaart gebracht die verdere beoordeling vereisen. In dit verslag worden de resultaten weergegeven van de complementaire analytische werkzaamheden die werden uitgevoerd in verband met liquiditeitsrisico's, en de conclusies over meer veerkracht voor MMF's.

MMF's zijn divers en worden geconfronteerd met uiteenlopende niveaus van liquiditeitsschokken, naargelang het type (variabele intrinsieke waarde, intrinsieke waarde en lage volatiliteit, constante intrinsieke waarde — respectievelijk VNAV's, LVNAV's en CNAV's), de valuta, de beleggers en het gebruik. Als gevolg van deze verschillen houden MMF's liquiditeitsreserves aan die boven de vereiste minima liggen, rekening houdend met de specifieke kenmerken van elk fonds en de resultaten die zij voor stresstests behalen. Deze voorzichtige benadering van MMF-beheerders kan worden verklaard door controle van beleggers (mogelijk gemaakt door de transparantieregels in de MMF-verordening), regelgevend toezicht en bezorgdheid over reputatierisico's.

MMF's hebben aangetoond dat ze in staat zijn liquiditeitsbuffers te herstellen, zelfs in perioden van marktstress, wat duidt op actief beheer van liquiditeitsrisico's en doeltreffend toezicht. Dit wijst erop dat de verschillende mechanismen die in de MMF-verordening zijn vastgesteld consistent zijn toegepast, onder coördinatie van de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA).

In dit verslag wordt de veerkracht van wekelijks liquide activa (WLA's) beoordeeld, wat wordt beschouwd als een nuttige WLA-benchmark voor het beheer van en toezicht op liquiditeitsrisico's. Op basis van een uitgebreide gegevensanalyse wordt in dit verslag geconcludeerd dat de passende WLA-benchmarkniveaus ("marktveerkrachtniveaus") 20 % bedragen voor VNAV MMF's en 40 % voor CNAV MMF's of LVNAV MMF's.

De Commissie is derhalve van mening dat deze marktveerkrachtniveaus als benchmark kunnen dienen voor MMF-beheerders, met name in de functie van risicobeheerder, en nationale bevoegde autoriteiten, om mee in kaart te brengen welke situaties nauwere monitoring en grotere betrokkenheid van toezichthouders kunnen rechtvaardigen.

[1] Verslag van de Commissie aan het Europees parlement en de Raad over de adequaatheid van Verordening (EU) 2017/1131 van het Europees Parlement en de Raad inzake geldmarktfondsen vanuit prudentieel en economisch oogpunt (COM(2023) 452): EUR-Lex — 52023DC0452 — NL — EUR-Lex.

Inhoud

SAMENVATTING **1**

AFKORTINGEN **3**

1 INLEIDING **4**

2 BEOORDELING VAN HET LIQUIDITEITSBEHEER VAN MMF'S **6**

2.1 Liquiditeitsbufferniveaus 6

2.2 Hoe voldoen MMF's aan terugbetalingsverzoeken? 9

3 BEOORDELING VAN PASSENDE MARKTVEERKRACHTNIVEAUS VOOR MMF'S **11**

4 CONCLUSIE **12**

5 BIJLAGE I: LIQUIDITEITSBUFFERNIVEAUS **14**

5.1 Statistieken over liquiditeitsbufferniveaus 14

5.2 Voorbeelden van MMF's die te maken krijgen met grote terugbetalingsschokken 14

6 BIJLAGE II: GEDRAG INZAKE TERUGBETALINGEN IN GESPANNEN MARKTOMSTANDIGHEDEN **16**

6.1 Marktstress bij aanvang van de COVID-19-pandemie 16

6.1.1 Algemene effect op de markt 16

6.1.2 Ongelijke effecten en reacties tussen MMF's 16

6.2 De LDI-gerelateerde marktgebeurtenis 17

7 BIJLAGE III: MARKTVEERKRACHTNIVEAUS **20**

7.1 Kalibratie van terugbetalingsschokken 20

7.2 Kalibratie van de "marktveerkrachtdrempels" 20

AFKORTINGEN

AIFM-richtlijn	Richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen
CNAV MMF	Overheidsschuldgeldmarktfonds met constante intrinsieke waarde, zoals gedefinieerd in artikel 2, punt 11, van de MMF-verordening
DLA	Dagelijks liquide activa, in overeenstemming met de vereisten bepaald in artikel 24, lid 1, punten c) en d), en artikel 25, lid 1, punt c), van de MMF-verordening
ECB	Europese Centrale Bank
ESMA	Europese Autoriteit voor effecten en markten
ESRB	Europees Comité voor systeemrisico's
EUR	Euro
FSB	Raad voor financiële stabiliteit
GBP	Britse pond sterling
LMT	Liquiditeitsbeheerinstrument
LVNAV MMF	MMF met een intrinsieke waarde en een lage volatiliteit, zoals gedefinieerd in artikel 2, punt 12, van de MMF-verordening
LRM	Liquiditeitsrisicobeheer
MMF	Geldmarktfonds MMF's verwijst naar in de EU gevestigde fondsen, tenzij anders aangegeven (bv. Amerikaanse MMF's)
MMF-beheerder	Beheerder van een MMF, zoals gedefinieerd in artikel 2, punt 23, van de MMF-verordening
MMF-verordening	Verordening (EU) 2017/1131 inzake geldmarktfondsen
NAV	Intrinsieke waarde
NBA's	Nationale bevoegde autoriteiten, namelijk de bevoegde autoriteit van het MMF, zoals gedefinieerd in artikel 2, punt 17, van de MMF-verordening
SIU	Spaar- en investeringsunie, een initiatief van de Europese Commissie dat erop gericht is betere financiële kansen te creëren voor personen in de EU, en tegelijkertijd de capaciteit van het financiële systeem te versterken om spaargeld te koppelen aan productieve investeringen
USD	Amerikaanse dollar
Icbe's	Instellingen voor collectieve belegging in effecten
VNAV MMF	MMF met een variabele intrinsieke waarde, zoals gedefinieerd in artikel 2, punt 13, van de MMF-verordening
WAL	Gewogen gemiddelde duur (weighted average life), zoals gedefinieerd in artikel 2, punt 20, van de MMF-verordening
WAM	Gewogen gemiddelde looptijd (weighted average maturity), zoals gedefinieerd in artikel 2, punt 19, van de MMF-verordening
WLA	Wekelijkse liquide activa, in overeenstemming met de vereisten bepaald in artikel 24, lid 1, punten e) en f), en artikel 25, lid 1, punt d), van de MMF-verordening
MMF-verslag 2023	Verslag van de Commissie aan het Europees Parlement en de Raad over de adequaatheid van Verordening (EU) 2017/1131 van het Europees Parlement en de Raad inzake geldmarktfondsen vanuit prudentieel en economisch oogpunt (COM(2023) 452)

1 INLEIDING

MMF's spelen een cruciale rol in het financiële systeem als instrumenten voor kasmiddelenbeheer voor ondernemingen en vormen een kans voor beleggers die op zoek zijn naar investeringen met een lage volatiliteit en een hoger rendement dan bankdeposito's. Het succes van dit kader blijkt uit de stijging van MMF-activa in de EU de afgelopen vijf jaar (+45 % tussen 2019 en 2024). Eind 2024 bezaten 455 MMF's in de EU activa voor in totaal ongeveer 1,95 biljoen EUR. MMF's in de EU ("Europese MMF's") zijn voornamelijk gevestigd in Ierland, Luxemburg en Frankrijk. Bijgevolg bieden Europese MMF's een gereguleerd investeringsinstrument dat investeringsmogelijkheden en risicobeheer helpt te diversifiëren, in overeenstemming met de doelstellingen van de spaar- en investeringsunie (SIU). Zij bieden ook bijkomende financieringsmogelijkheden voor ondernemingen in de EU, doordat ze hen helpen groeien, innoveren en banen scheppen.

Europese MMF's in een oogopslag

- Uitgedrukt in EUR (~45 %), USD (~32 %) en GBP (~23 %).
- Gevestigd in Ierland (44 %), Luxemburg (30 %) en Frankrijk (24 %).
- In handen van professionele beleggers (90 %), met inbegrip van niet-EU-beleggers voor MMF's die gevestigd zijn in Ierland (77 %) en in Luxemburg (63 %).
- LVNAV's (~46 %), VNAV's (~43 %) en CNAV's (~11 % van de intrinsieke waarde).

Bron: ESMA, 2023 EU MMF market (Europese MMF-markt 2023), en gegevens van het vierde kwartaal van 2024.

In 2018 is de MMF-verordening in werking getreden, en daarin werd een alomvattend regelgevings- en toezichtkader vastgesteld voor Europese MMF's die "financiering op korte termijn [verstrekken] aan financiële instellingen, ondernemingen en overheden [en bijdragen] aan de financiering van de economie van de Unie" (overweging 1 van de MMF-verordening).

De AIFM-richtlijn en de icbe-richtlijn zijn herzien met het oog op de invoering van een versterkt en geharmoniseerder kader voor het beheer van liquiditeitsrisico's, namelijk via het vereiste dat beheerders ten minste één liquiditeitsbeheerinstrument uit een voorgeschreven lijst kiezen en toepassen. Dit kader is toepasselijk vanaf 16 april 2026, zorgt voor meer consistentie tussen fondsen en versterkt de algemene financiële stabiliteit.

De MMF-verordening voorziet in een geharmoniseerd kader om de veerkracht van de sector te vergroten en systeemrisico's te beperken, en bevat bepalingen die onder meer betrekking hebben op in aanmerking komende activa, de samenstelling van de portefeuille, waardering, risicobeheer, verbod op hefboomwerking, transparantie en rapportage. De vereisten met betrekking tot de samenstelling van de portefeuille vormen een centrale pijler van de MMF-verordening. Dit zijn onder meer bepalingen die erop gericht zijn de liquiditeit van MMF's te waarborgen, zoals bepalingen over liquiditeitsbuffers en bepalingen die de functie en de taken van de MMF-beheerder beschrijven (zoals looptijdbeperkingen en kredietkwaliteit[2], zie hieronder). De verschillende typen Europese MMF's en de belangrijkste kenmerken en regelgevingsvereisten daarvan zijn opgenomen in tabel 1. Die tabel geeft de minimale regelgevingsdrempels weer voor dagelijkse en wekelijkse liquide activa (DLA's en WLA's) die MMF's moeten aanhouden. De minimumdrempels in de MMF-verordening hebben als doel er samen met andere

[2] MMF-beheerders zijn ervoor verantwoordelijk te waarborgen dat de MMF-verordening wordt nageleefd. Zij hebben specifieke taken, zoals het beoordelen van de kredietkwaliteit van de activa van MMF's, en het uitvoeren van stresstests, waarderingen van activa en informatieverstrekking aan beleggers.

waarborgen voor te zorgen dat MMF's in de loop van de tijd kunnen voldoen aan de terugbetalingen aan beleggers.

Tabel 1: Belangrijkste voorwaarden en kenmerken van Europese MMF's

	Kortlopend MMF			Standaard-MMF
	Stabiele NAV		Variabele NAV (VNAV)	
Voorwaarden	**CNAV**	**LVNAV**	**Kortlopend VNAV**	**Standaard-VNAV**
WAM	Max. 60 dagen			Max. 6 maanden
WAL	Max. 120 dagen			Max. 12 maanden
Looptijd van de activa	Max. 397 dagen			Max. 2 jaar met een reset van 397 dagen
DLA	Min. 10 %		Min. 7,5 %	
WLA	Min. 30 % (inclusief maximaal 17,5 % aan binnen 190 dagen vervallende overheidsschuld)		Min. 15 %	
Overige	Geen hefboomwerking, diversificatie, kredietkwaliteitsvereisten, transparantie en rapportage			

In 2023 heeft de Commissie een verslag[3] gepubliceerd (het MMF-verslag 2023), waaruit blijkt "dat de MMF-verordening succesvol is geslaagd voor de test van de liquiditeitsstress die geldmarktfondsen hebben ondervonden tijdens de door COVID-19 veroorzaakte onrust op de markt van maart 2020, de recente renteverhogingen en de daarmee samenhangende aangepaste prijsvorming van financiële activa"[4]. Hoewel in het verslag wordt geconcludeerd dat het kader grotendeels in staat was om de veerkracht van de sector te waarborgen, werd gewezen op een aantal aspecten van liquiditeitsrisicobeheer die nader moesten worden beoordeeld om de veerkracht van de MMF's te waarborgen.

Als follow-up van het MMF-verslag 2023 wordt in dit verslag de werking van MMF's beoordeeld op basis van uitvoerige analytische werkzaamheden en voortbouwend op meerdere gegevensbronnen[5] en raadplegingen[6] om te onderzoeken hoe liquiditeitsrisico's worden beheerd. Er wordt beoordeeld hoe MMF's reageren op liquiditeitsschokken en hoe beheerders liquiditeitsrisico's beperken, met name via liquiditeitsbuffers.

In dit verslag worden de belangrijkste bevindingen over de beoordeling van het liquiditeitsbeheer van MMF's weergegeven (afdeling 2), alsook een analyse van passende marktveerkrachtniveaus (afdeling 3). In de bijlagen is een grondigere technische analyse van deze onderwerpen opgenomen.

[3] "Commission adopts report on the functioning of the Money Market Funds Regulation (MMF)".
[4] MMF-verslag 2023, blz. 21.
[5] Er werden gegevens verkregen van de volgende bronnen: Crane Data, Morningstar, de ESMA en NBA's.
[6] Commissie, "Targeted consultation on the functioning of the Money Market Fund Regulation", 12 april 2022; en Commissie, "Targeted consultation assessing the adequacy of the macroprudential policies for non-bank financial intermediation (NBFI)", 22 mei 2024.

2 BEOORDELING VAN HET LIQUIDITEITSBEHEER VAN MMF'S

2.1 Liquiditeitsbufferniveaus

De Commissie heeft een analyse van liquiditeitsbuffers uitgevoerd op het niveau van de gehele sector (macro-analyse) en op het niveau van individuele MMF's (microniveaus) om meer inzicht te krijgen in de wijze waarop de niveaus worden vastgesteld en na te gaan of de markt consistent gedrag vertoont.

Belangrijke bevinding 1: De meeste Europese MMF's houden liquiditeitsbuffers aan die ruim boven de in de MMF-verordening vastgestelde minimumvereisten liggen

MMF's stellen een brede waaier aan liquiditeitsbufferniveaus vast, die verband houden met hun specifieke situatie, met name hun geneigdheid om te voldoen aan terugbetalingsverzoeken van uiteenlopende omvang, afhankelijk van hun beleggersbasis. Tussen het eerste kwartaal van 2020 en het vierde kwartaal van 2025 hielden VNAV MMF's een gemiddelde van ten minste 19 % aan DLA's en 29 % aan WLA's aan, ten opzichte van het minimum in de regelgeving van respectievelijk 7,5 % en 15 %, terwijl CNAV MMF's en LVNAV MMF's nog hogere buffers aanhouden, met een gemiddelde van 36 % aan DLA's en 54 % aan WLA's, ten opzichte van de minimale regelgevingsdrempels van respectievelijk 10 % en 30 %.

In tabel 2 wordt de verspreiding van DLA's en WLA's per type MMF weergegeven over een periode van zes jaar. Wat bijvoorbeeld de verspreiding van WLA's voor LVNAV's betreft, bedroeg de buffer gemiddeld 50 %, terwijl LVNAV's een gemiddelde buffer van minder dan 43 % hadden voor het 25e percentiel en een gemiddelde buffer van 54 % voor het 75e percentiel. Uit deze gegevens blijkt dat de overgrote meerderheid van LVNAV MMF's (75 %) gemiddelde WLA's van meer dan 43 % hadden. De bevindingen voor de andere categorieën MMF's en hun respectieve DLA's zijn vergelijkbaar.

Tabel 2: Verspreiding van DLA's en WLA's per type MMF over een periode van zes jaar (in % van MMF NAV)

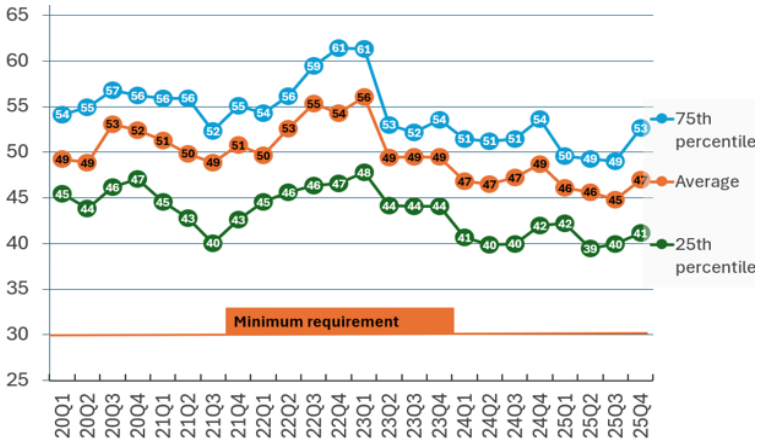
		Type MMF			
		CNAV	**LVNAV**	**Kortlopend VNAV**	**Standaard-VNAV**
DLA	**25e percentiel**	24 %	25 %	11 %	8 %
	Gemiddelde	40 %	33 %	22 %	15 %
	75e percentiel	53 %	38 %	28 %	18 %
WLA	**25e percentiel**	41 %	43 %	22 %	16 %
	Gemiddelde	59 %	50 %	35 %	24 %
	75e percentiel	76 %	54 %	43 %	28 %

Bronnen: Europese Commissie, op basis van gegevens van de ESMA van het eerste kwartaal van 2020 tot en met het vierde kwartaal van 2025.

Het feit de meeste Europese MMF's liquiditeitsbuffers aanhouden die ver boven de in de MMF-verordening vastgestelde minimumvereisten liggen, is te verklaren doordat de Europese MMF's in het algemeen een voorzichtige benadering toepassen, gebaseerd op sterk toezicht, controle van beleggers (vergemakkelijkt door de transparantievereisten in de MMF-verordening) en een grotere gevoeligheid voor reputatierisico's. Dit gedrag blijft vrij stabiel in de loop van de tijd, met enkele variaties (zie diagram 1 over LVNAV en bijlage I). Uit diagram 1 blijkt dat het laagste niveau dat werd waargenomen

tussen 2020 en 2025 een gemiddelde liquiditeitsbuffer van 45 % betrof, waarbij het 25e percentiel nooit onder het gemiddelde van 40 % lag (tweede kwartaal van 2025).

Diagram 1: Trends bij de verspreiding van WLA's voor LVNAV MMF's



Bron: Europese Commissie, op basis van gegevens van de ESMA van het eerste kwartaal van 2020 tot en met het vierde kwartaal van 2025.
Opmerking: trends in de gemiddelde WLA's en het 25e en 75e percentiel van WLA's (uitgedrukt als percentage van de NAV's) in het gehele LVNAV.

Vergelijkbare patronen kunnen worden vastgesteld voor andere kwantitatieve vereisten in het kader van de MMF-verordening, wat erop wijst dat een voorzichtige benadering wordt toegepast in de gehele MMF-sector. Zo bleven de WAL-niveaus ruim onder de toepasselijke wettelijke maxima. Voor CNAV MMF's, LVNAV MMF's en kortlopende VNAV MMF's varieerden de gemiddelde en mediane WAL-niveaus doorgaans van 40 tot 65 dagen, ten opzichte van een wettelijk maximum van 120 dagen. Dit wijst erop dat de looptijden van activa gemiddeld korter zijn dan de wettelijke limiet, met een factor van twee of drie, **waardoor sneller kan worden terugbetaald en liquiditeitsbuffers kunnen worden aangevuld**. Standaard-VNAV MMF's vertoonden hogere WAL-niveaus, waarbij de gemiddelde en mediane niveaus ongeveer 110 tot 125 dagen bedroegen, wat zich ruim onder het wettelijke maximum van 360 dagen bevindt[7].

Belangrijke bevinding 2: MMF's houden verschillende niveaus van liquiditeitsbuffers omdat zij uiteenlopende kenmerken hebben als gevolg van de variërende mate van potentiële liquiditeitsschokken

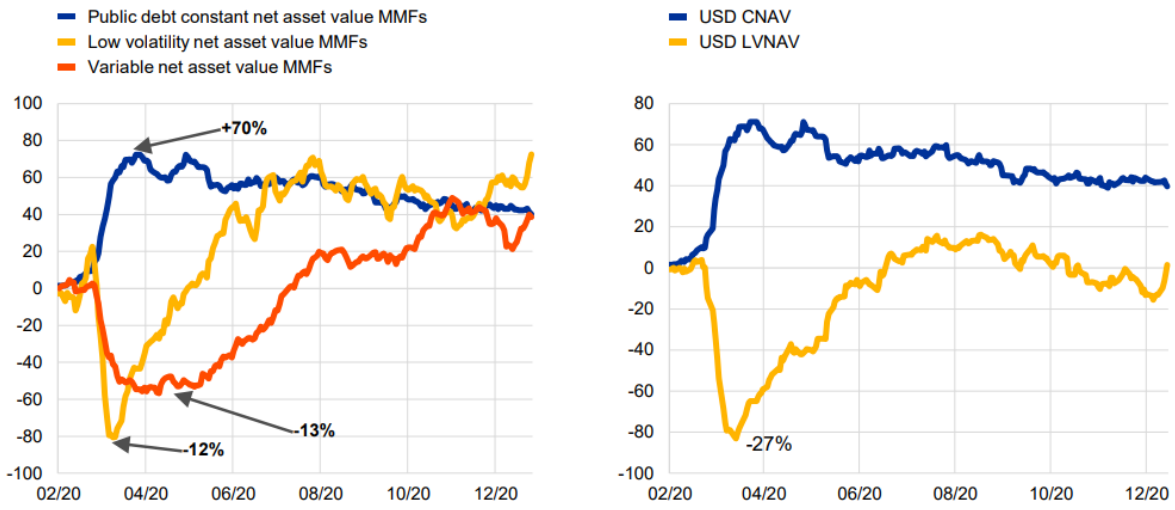
MMF's werken doorgaans met buffers die boven de wettelijke minima liggen, maar deze kunnen variëren. Dit komt omdat MMF's uiteenlopende kenmerken hebben, zoals hun categorie (VNAV, LVNAV of CNAV), de valuta waarin zij luiden, de samenstelling van de beleggersbasis, en de use cases (zie bijlage II). Derhalve krijgen zij in variërende mate te maken met potentiële liquiditeitsschokken. Zelfs MMF's van een vergelijkbaar type en in een vergelijkbare valuta zijn niet even kwetsbaar voor liquiditeitsschokken.

In dit verband kregen MMF's gemiddeld te maken met terugbetalingsschokken tijdens de marktgebeurtenis van COVID-19 (zie diagram 2), **die beheersbaar waren door hun liquiditeitsbuffers**. Uit diagram 2 blijkt VNAV MMF's in een maand tijd te maken kregen met terugtrekkingen van ongeveer 13 %, ten opzichte van een minimale wekelijkse liquiditeitsbuffer van 15 %. LVNAV MMF's registreerden uitstromen van ongeveer 12 %, die opliepen tot 27 % voor in USD

[7] ESMA-verslag over MMF's (2023) en Crane Data.

luidende fondsen, ten opzichte van een wekelijkse liquiditeitsbuffer van 30 %. Voor CNAV MMF's werd daarentegen een sterke instroom vastgesteld tijdens de beginfase van de COVID-19-pandemie.

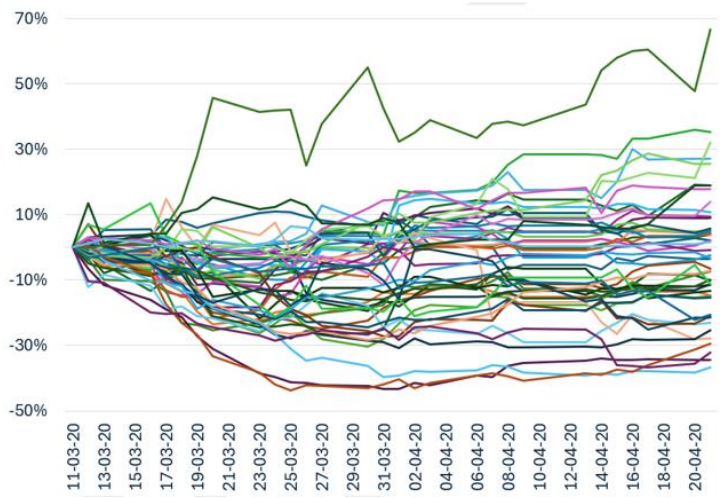
Diagram 2: Netto cumulatieve stromen in MMF's bij aanvang van de COVID-19-marktgebeurtenis



Bronnen: ESRB-verslag, juli 2021, Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds.
Opmerking: Netto cumulatie dagelijkse stromen, uitgesplitst naar type MMF en uitgedrukt in miljard EUR (y-as). Positieve waarden geven de netto inschrijvingen weer, terwijl negatieve waarden de netto terugbetalingen weergeven. De percentages geven de stromen van de fondsen weer in verhouding tot de intrinsieke waarde van elk type fonds.

Wat LVNAV MMF's in USD betreft: zij kregen te maken met een aanzienlijke terugbetalingsschok tijdens de COVID-19-marktgebeurtenis. Het effect daarvan was echter uiterst ongelijk verdeeld in die MMF-cohort, waarbij 6 % cumulatieve netto uitstromen van meer dan 30 % registreerden, terwijl 10 % geen enkele terugbetaling registreerde. Tussen deze twee uitersten, konden verschillende tussenniveaus van instromen of uitstromen worden vastgesteld, zoals weergegeven in diagram 3. De lijnen geven de cumulatieve netto stromen van individuele LVNAV MMF's in USD weer over ongeveer vijf weken van de COVID-19-marktgebeurtenis.

Diagram 3: Cumulatieve stromen van LVNAV MMF's in USD tijdens de COVID-19-marktgebeurtenis



Bronnen: Crane Data en NBA's.
Opmerking: Elke lijn geeft de netto cumulatieve stromen weer uitgedrukt als percentage van de NAV's (y-as) van LVNAV MMF's in USD met een NAV van meer dan 1 miljard EUR. Positieve waarden geven de netto inschrijvingen weer, terwijl negatieve waarden de netto terugbetalingen weergeven. Uit deze voorbeelden blijkt dat hoewel LVNAV MMF's in USD aanzienlijke terugbetalingen registreerden tijdens de COVID-19-marktgebeurtenis, het effect daarvan ongelijk was verdeeld tussen de typen MMF.

2.2 Hoe voldoen MMF's aan terugbetalingsverzoeken?

Gespannen marktomstandigheden, bijvoorbeeld tijdens de marktgebeurtenissen van COVID-19 en de op passiva gebaseerde fondsen (LDI), bieden nuttige inzichten in de dynamiek van liquiditeitsbeheer in dergelijke omstandigheden. De Commissie heeft de capaciteit van MMF's voor het aanvullen van liquiditeitsbuffers geanalyseerd, onder meer in gespannen marktomstandigheden. Deze analyse was gebaseerd op uitgebreide gegevensreeksen en was toegespitst op twee niveaus: 1) de totale markt en 2) een nadere evaluatie van de MMF's die de zwaarste liquiditeitsschokken te verduren kregen.

Belangrijke bevinding 3: MMF's zijn in staat hun liquiditeitsbuffers aan te vullen onder zware terugbetalingsdruk, onder meer in gespannen marktomstandigheden

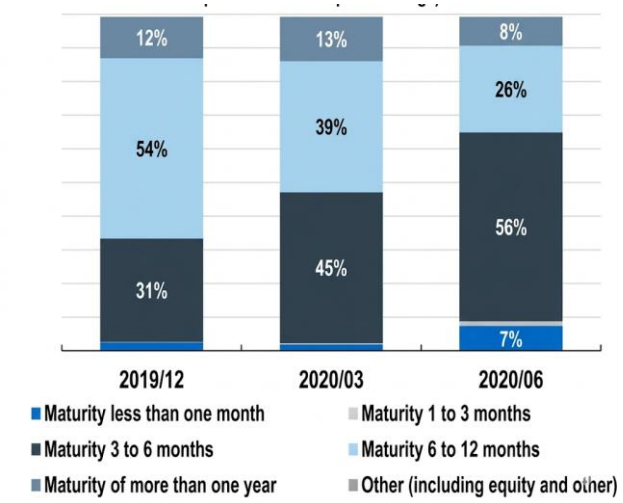
In normale marktomstandigheden kunnen MMF's hun liquiditeitsbuffers doorgaans aanhouden en aanvullen via "mechanische activiteiten". Dit wordt niet alleen bereikt door doorlopende roll-downcycli van hoogwaardige kortlopende activa (commercial paper/depositocertificaten/schatkistpapier[8]), herbelegging van kasmiddelen in nieuwe kortlopende activa, maar ook via transacties op de secundaire markt en het gebruik van voor één dag gedekte fondsen (bv. omgekeerde repo) die dagelijks in omvang kunnen worden vergroot of verkleind. Dit proces wordt gereguleerd en gecontroleerd op basis van strikte looptijdvereisten in de MMF-verordening, met name de WAL, die grenzen stelt aan de gemiddelde looptijd van MMF-activa in het algemeen, en aan de looptijd van elk afzonderlijk actief (zie tabel 1).

In gespannen marktomstandigheden verschuift het "aanvullen" door MMF's van mechanische naar "defensieve activiteiten". Naarmate terugbetalingen versnellen en de liquiditeit op de secundaire markt achteruitgaat, gaan MMF-beheerders de generatie van kasmiddelen actief versnellen door deelnemingen te liquideren en de blootstelling aan marktprijzen te verminderen (zie diagram 4). Daartoe passen zij de samenstelling van de portefeuille aan om de WAM (gevoeligheid voor de marktprijzen) en WAL (gemiddelde looptijd) te beperken[9] door herbeleggingen toe te spitsen op de meest liquide obligaties met de kortste looptijd. Hierdoor zijn MMF's in staat het tempo waaraan de liquiditeitsbuffers worden hersteld op te voeren. Diagram 3 geeft de ontwikkeling van de obligatieportefeuilles van MMF's weer vóór en bij aanvang van de COVID-19-pandemie. Hieruit blijkt dat in de hele sector het aandeel obligaties met kortere looptijd (3-6 maanden) in de portefeuille bijna verdubbelde tussen december 2019 en juni 2020.

[8] MMF's beleggen in kortlopende instrumenten, zoals commercial paper (CP), depositocertificaten (CD's), en schatkistpapier (T-bills) om beleggers liquide opbrengsten met een laag risico te bezorgen.

[9] Het marktrisico staat in verhouding tot de looptijd van obligaties. Door de looptijd van de obligaties in de MMF-portefeuilles te verkorten, staan deze portefeuilles minder bloot aan marktrisico's wanneer obligaties op kortere termijn worden omgezet in kasmiddelen.

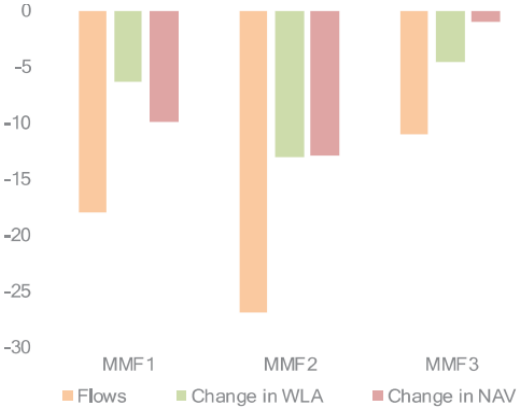
Diagram 4: Ontwikkeling van de schuldsamenstelling van MMF's



Bron: EFAMA, "European MMFs in the Covid-19 market turmoilovid-19", november 2020.

Opmerking: Uitsplitsing van de schuld in MMF-portefeuilles naar looptijd, uitgedrukt als percentage van de totale MMF-activa.

Diagram 5: Verhouding tussen WLA en NAV-afwijking



Bron: ESMA-verslag, "Vulnerabilities in money market funds", 2021.

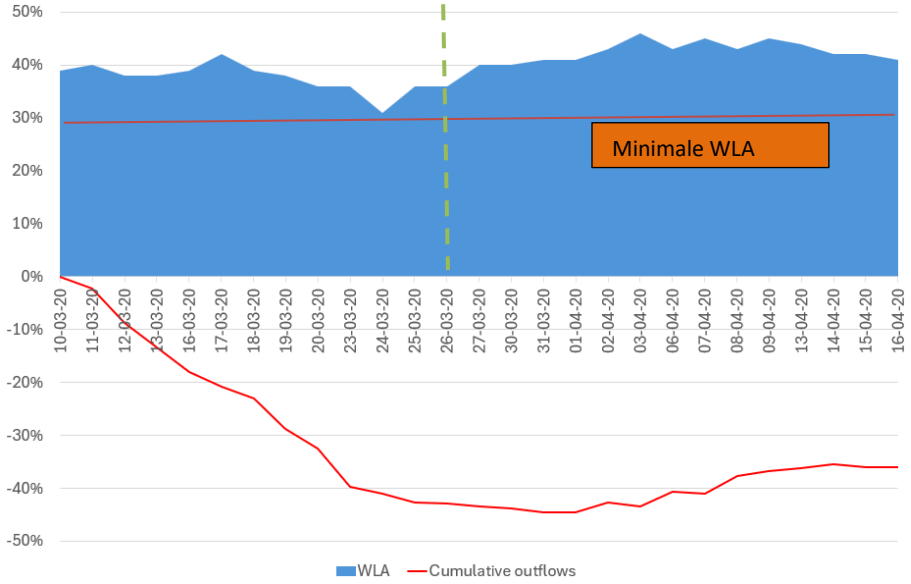
Opmerking: Nettostromen over 7 dagen, WLA uitgedrukt als percentage van NAV en NAV-afwijking (in basispunten), per 25 maart 2020.

Op het niveau van individuele MMF's kwam uit de analyse van fondsen die te maken kregen met aanzienlijke terugbetalingsverzoeken een vergelijkbaar patroon naar voren: deze fondsen gaven voorrang aan het in stand houden van de liquiditeit en konden, nadat zij hun liquiditeitsbuffers hadden afgebouwd, deze snel weer opbouwen (zie diagram 6 ter illustratie en bijlage I). In het algemeen waren de terugbetalingsschokken die individuele MMF's ondervonden kleiner dan de omvang van de liquiditeitsbuffers die zij aanhielden, waardoor de fondsen snel aan de terugbetalingsverzoeken konden voldoen. In diagram 6 wordt het voorbeeld gegeven van een LVNAV MMF dat te maken kreeg met een extreem terugbetalingsscenario, en hoe het erin slaagde zijn wekelijkse liquiditeitsbuffers boven het wettelijke minimum te houden in de referentieperiode. Ondanks een uitstroom van 45 % tijdens die periode, daalde de WLA niet onder 30 %[10].

Er wordt ook op gewezen dat LVNAV MMF's hun WLA-buffers konden aanhouden, via afschrijving van portefeuilles of verkoop van activa, in een context van grote verschillen tussen bied- en laatkoersen. Dit heeft mogelijk geleid tot NAV-afwijkingen, in het bijzonder wanneer minder liquide activa, zoals commercial paper en depositocertificaten werden verkocht. Deze NAV-afwijkingen worden weergegeven in diagram 5. Om de WLA-buffers aan te houden, was het dus mogelijk vereist dat minder liquide activa werden verkocht, wat NAV-afwijkingen in de hand heeft gewerkt.

[10] Er moet worden opgemerkt dat de interventie van de centrale banken op de markt van commercial paper de sector ook heeft ondersteund, en heeft geholpen om verdere gevolgen voor MMF's die onder druk stonden te voorkomen.

Diagram 6: Voorbeeld van het meest ongunstige scenario van een LVNAV MMF in het kader van een grote liquiditeitsschok



Bronnen: Crane Data en NBA's.

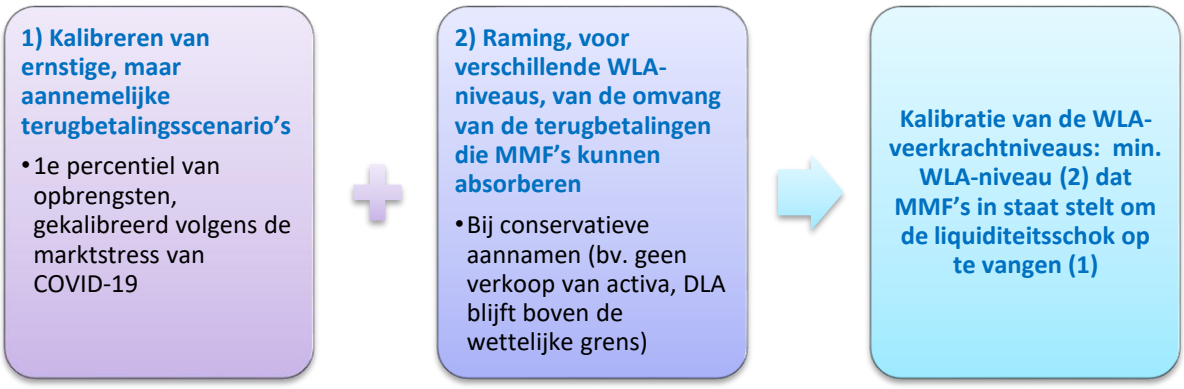
Opmerking: Voorbeeld van een LVNAV MMF dat te maken krijgt met zeer grote uitstromen, het effect daarvan op de WLA en vervolgens de heropbouw van liquiditeit. Zie bijlage I voor meer voorbeelden.

3 BEOORDELING VAN PASSENDE MARKTVEERKRACHTNIVEAUS VOOR MMF'S

In deze afdeling wordt de veerkracht van de MMF-sector in de EU onderzocht ten aanzien van aanzienlijke stijgingen van de terugbetalingsverzoeken. Zoals besproken in de vorige afdelingen, spelen liquiditeitsbuffers een essentiële rol bij het voldoen aan terugbetalingsverzoeken, met name in perioden waarin kortetermijnmarkten niet-liquide zijn. Om deze analyse uit te voeren, heeft de Commissie het minimale WLA-niveau ("WLA-veerkrachtniveau") berekend dat, indien de MMF's dit kunnen aanhouden, hen in staat zou stellen om tegemoet te komen aan aanzienlijke terugbetalingsverzoeken, en tegelijkertijd de DLA boven het wettelijke minimum te houden.

De methodologie wordt hieronder samengevat en de bijbehorende gegevens zijn opgenomen in bijlage III.

Belangrijkste fasen van de methodologie voor kalibratie van het WLA-veerkrachtniveau



Belangrijke bevinding 4: Om overeind te blijven bij gespannen marktomstandigheden, is een WLA-veerkrachtniveau van 40 % voor stabiele NAV MMF's en van 20 % voor VNAV MMF's doorgaans toereikend.

Deze analyse toont aan dat een WLA-veerkrachtniveau van 40 % voor stabiele NAV MMF's en van 20 % voor VNAV MMF's doorgaans toereikend is om gespannen marktomstandigheden aan te kunnen (zie ook bijlage III). Meer specifiek zou het aanhouden van WLA's aan of boven dit veerkrachtniveau Europese MMF's in staat stellen om ernstige terugbetalingsschokken op te vangen zonder gedwongen verkoop van activa, en tegelijkertijd de DLA's boven de wettelijke minima te houden. Door de DLA's boven het minimum te houden, kan de onmiddellijke liquiditeit voor terugbetalingen mee worden gewaarborgd, vooral in perioden van stress, wanneer MMF's mogelijk te maken krijgen met terugbetalingsverzoeken over verschillende opeenvolgende dagen.

Dit houdt in dat, **vanuit een marktbreed perspectief**, de uniforme toepassing van deze veerkrachtniveaus Europese MMF's beter in staat zal stellen om gespannen marktomstandigheden aan te kunnen en de verspreiding van schokken naar de rest van het financiële systeem en de economie te beperken.

De Commissie is derhalve van mening dat deze WLA-veerkrachtniveaus als praktisch referentiepunt kunnen dienen voor het beheer van liquiditeitsrisico's. Vanuit toezichtperspectief zouden ze dienst kunnen doen als indicatoren voor vroegtijdige waarschuwing, die aanleiding geven tot nauwere monitoring of scherper toezicht door NBA's, wanneer MMF's aanhoudend onder de vastgestelde veerkrachtniveaus functioneren. Deze **WLA-veerkrachtniveaus kunnen dus worden gebruikt om situaties in kaart te brengen die nadere aandacht rechtvaardigen van MMF-beheerders, en in het bijzonder van hun risicobeheerteams, alsook nauwer toezicht van de betrokken NBA's op de MMF-beheerder.**

Er moet worden benadrukt dat veel MMF's waarschijnlijk geen terugbetalingsschokken ondervinden van de omvang die wordt gebruikt om de WLA-veerkrachtniveaus te kalibreren. Zoals blijkt uit dit verslag, zijn de MMF's niet homogeen; de mate waarin zij in staat zijn liquiditeitsschokken op te vangen, hangt af van hun specifieke kenmerken en beleggersbasis. Daarnaast is de kalibratie van de WLA-veerkrachtniveaus gebaseerd op conservatieve aannamen, met name de aanname dat DLA's niet worden gebruikt wanneer ze het wettelijke minimum bereiken.

Bijgevolg is **het vaststellen van de geïdentificeerde WLA-veerkrachtniveaus als nieuwe bindende wettelijke minima niet evenredig, gezien de heterogeniteit van de MMF-sector en fondstypen (belangrijke bevinding 2).** De Commissie is daarentegen van mening dat deze WLA-veerkrachtniveaus kunnen worden gebruikt als benchmarks voor toezicht en risicobeheer, om MMF-beheerders en NBA's te ondersteunen bij het in kaart brengen van situaties die nauwere monitoring en scherper toezicht vereisen.

4 CONCLUSIE

De bevindingen in dit verslag zijn bedoeld om als basis te dienen voor verbetering van het liquiditeitsbeheer door MMF-beheerders en van het toezicht door NBA's op MMF's. Uit de bevindingen in afdeling 2 blijkt dat de liquiditeitsniveaus in de hele sector uiteenlopen, hoewel ze doorgaans ruim boven de wettelijke minimumdrempels van de MMF-verordening liggen. Bovendien heeft de MMF-sector als geheel de liquiditeitsrisico's op verantwoorde wijze beheerd, zowel op doorlopende basis als in perioden van gespannen marktomstandigheden.

De bevindingen in afdeling 3 tonen aan dat de vastgestelde WLA-veerkrachtniveaus kunnen dienen als benchmarks voor toezicht en liquiditeitsbeheer, zodat als dit niveau daaronder komt de intensiteit van de controles binnen de risicobeheerfuncties van de MMF's en hun beheerders zinvol moeten worden

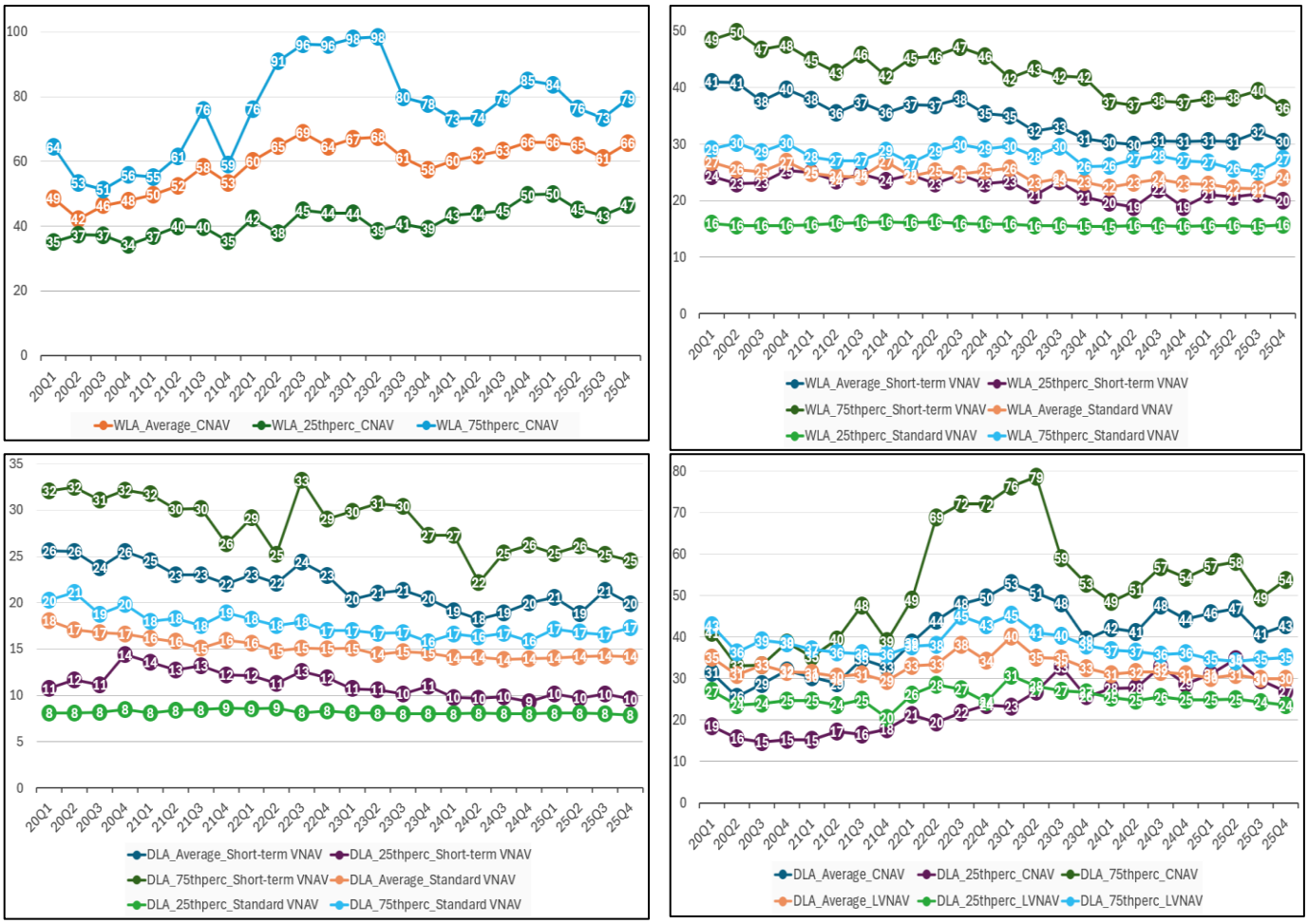
opgevoerd en de toezichthoudende controle en betrokkenheid van NBA's moet worden versterkt, om marktbrede veerkracht te waarborgen.

5 BIJLAGE I: LIQUIDITEITSBUFFERNIVEAUS

5.1 Statistieken over liquiditeitsbufferniveaus

Diagram I.1 bevat statistieken over liquiditeitsbufferniveaus, die aantonen dat MMF's liquiditeitsniveaus in stand houden die boven de wettelijke minima liggen, en over de wijze waarop die niveaus zich ontwikkelen in de loop van de tijd.

Diagram I.1: WLA- en DLA-niveaus

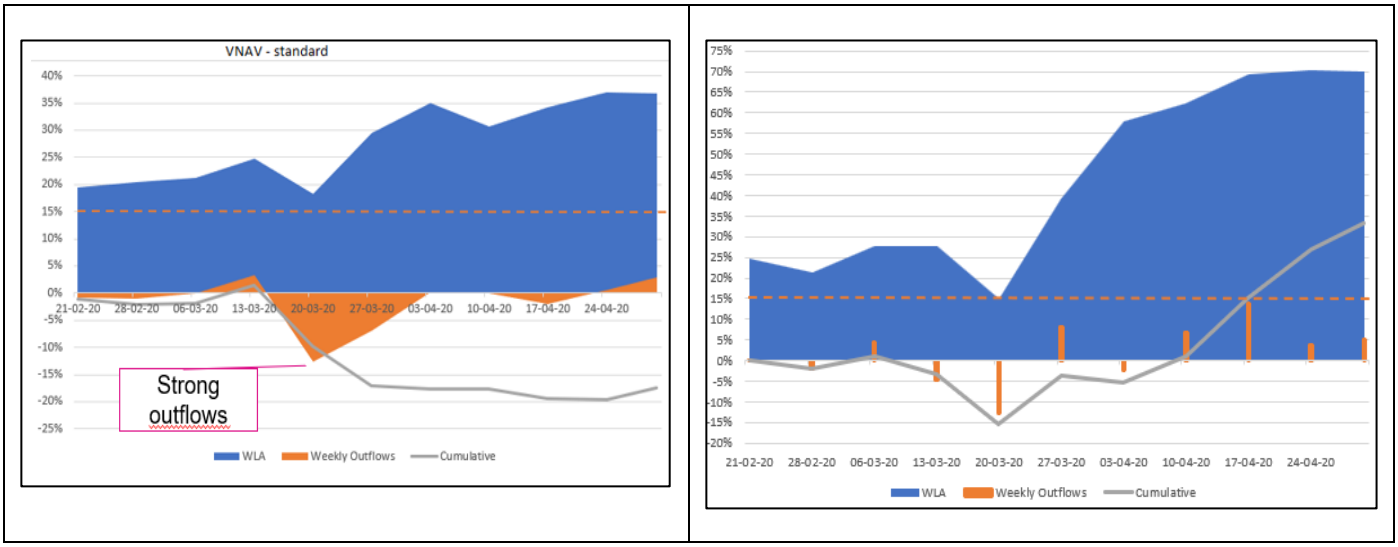


Bron: Europese Commissie, op basis van gegevens van de ESMA van het eerste kwartaal van 2020 tot en met het vierde kwartaal van 2025.
Opmerking: trends in de gemiddelde WLA's en het 25e en 75e percentiel van WLA's (uitgedrukt als percentage van de NAV's) in het gehele LVNAV.

5.2 Voorbeelden van MMF's die te maken krijgen met grote terugbetalingsschokken

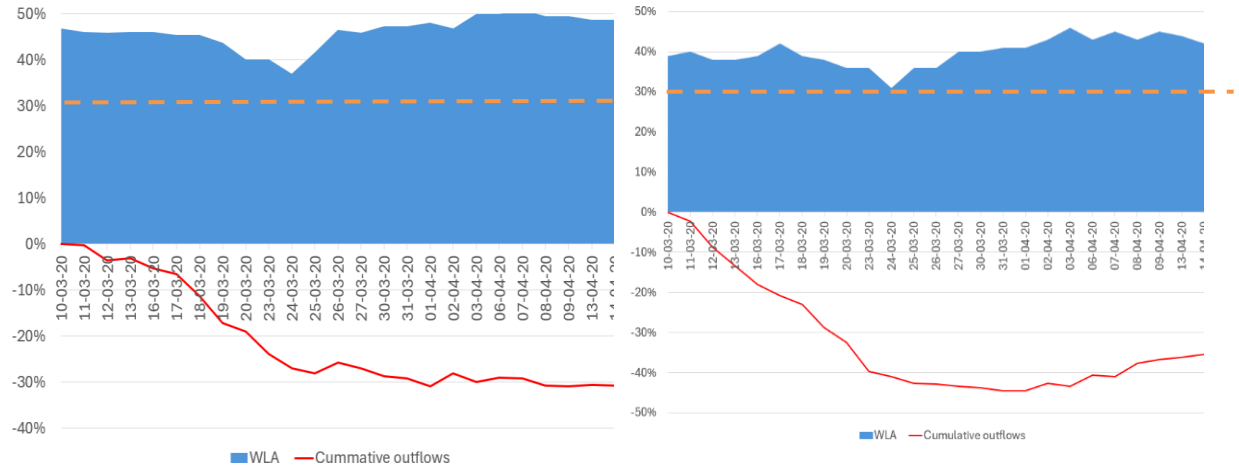
De aanvulling van liquiditeitsbuffers werd geanalyseerd door de aandacht te richten op de onderste 10 % van de fondsen die de grootste uitstromen kenden. De analyse was gebaseerd op toezichtgegevens van NBA's, andere gegevensbronnen, mededelingen van fondsen over liquiditeitsbeheer in gespannen marktomstandigheden, en wijzigingen in de samenstelling van de portefeuille. Hieruit kwam een consistent patroon naar voren: zelfs in de zwaarst getroffen fondsen konden de MMF's hun liquiditeitsbuffers binnen een vrij korte termijn na de periode van stress weer opbouwen.

Diagram I.2: Voorbeelden van aanvulling van liquiditeitsbuffers door twee VNAV's die te maken kregen met aanzienlijke terugbetalingsverzoeken



Bronnen: Crane Data en NBA's.
Opmerking: voorbeeld van twee VNAV MMF's die te maken krijgen met aanzienlijke uitstromen, en het effect daarvan op de WLA en vervolgens de heropbouw van de liquiditeitsbuffers. Het minimumniveau van 15 % is aangegeven als stippellijn.

Diagram I.3: Aanvulling van liquiditeitsbuffers bij aanzienlijke terugbetalingsverzoeken



Bronnen: Crane Data en NBA's.
Opmerking: voorbeeld van twee LVNAV MMF's die te maken krijgen met aanzienlijke uitstromen, en het effect daarvan op de WLA en vervolgens de heropbouw van de liquiditeitsbuffers. Het minimumniveau van 30 % is aangegeven als stippellijn.

6 BIJLAGE II: GEDRAG INZAKE TERUGBETALINGEN IN GESPANNEN MARKTOMSTANDIGHEDEN

6.1 Marktstress bij aanvang van de COVID-19-pandemie

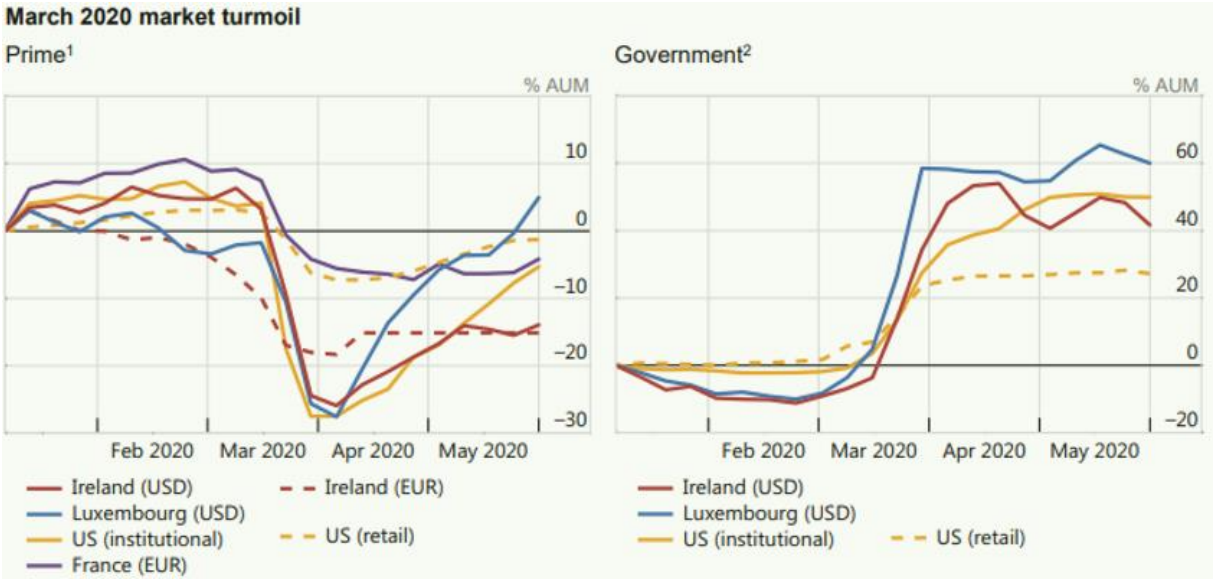
6.1.1 Algemene effect op de markt

De marktgebeurtenissen die het gevolg waren van de COVID-19-pandemie kwamen in februari 2020 op gang, toen bezorgdheden over de wereldwijde verspreiding van het virus toenamen en de financiële markten risico's begonnen te herzien. Het effect daarvan op de MMF's begon zich echter vooral vanaf medio maart 2020 voor te doen en dit hield aan tot juni 2020, toen gespannen marktomstandigheden werden vastgesteld.

Gedurende 15 dagen vanaf medio maart voerden beleggers in een aantal MMF's hun vraag naar liquiditeit op, met name voor in USD luidende LVNAV MMF's, die met aanzienlijke terugbetalingsdruk te kampen hadden (ongeveer 18 % en 30 % van die marktsegmenten).

Van alle Europese kortlopende MMF's kenden de in USD luidende LVNAV MMF's de grootste en langdurigste uitstromen in de eerste weken van maart 2020. Dit was het geval omdat naast terugbetalingen die verband hielden met de behoefte aan kasmiddelen, beleggers ook overstapten op overheidsschuld-CNAV's in de EU.

Diagram II.1: Cumulatieve MMF-stromen in 2020



Bron: FSB, "Policy proposals to enhance MMF resilience", oktober 2021.

6.1.2 Ongelijke effecten en reacties tussen MMF's

De omvang van de terugbetalingsverzoeken en het beleggersgedrag in normale en gespannen omstandigheden lopen sterk uiteen tussen MMF's. De reacties en het gedrag worden door verschillende factoren aangedreven, voornamelijk door de beleggersbasis en binnen de beleggersbasis en door de use case van hun beleggingen (zie hieronder), de omvang van de belangrijkste beleggers en de beleggersmix. Andere bepalende factoren zijn het type MMF (VNAV, LVNAV, CNAV).

Hoewel de indeling van de fondsen en de valuta duidelijk belangrijke bepalende factoren zijn, kregen zelfs zeer vergelijkbare categorieën tijdens en na de periode van de COVID-19-crisis te maken met zeer uiteenlopende schokken. Deze verschillen worden weergegeven in diagram 3.

Diagrammen 2 en 3 tonen aan dar LVNAV MMF's in USD bij aanvang van de COVID-19-pandemie een grote terugbetalingsschok te verwerken kregen. Het effect daarvan was echter zeer ongelijk verdeeld tussen de fondsen. Minder dan 6 % van de LVNAV MMF's kende cumulatieve uitstromen van meer dan 30 % van hun NAV.

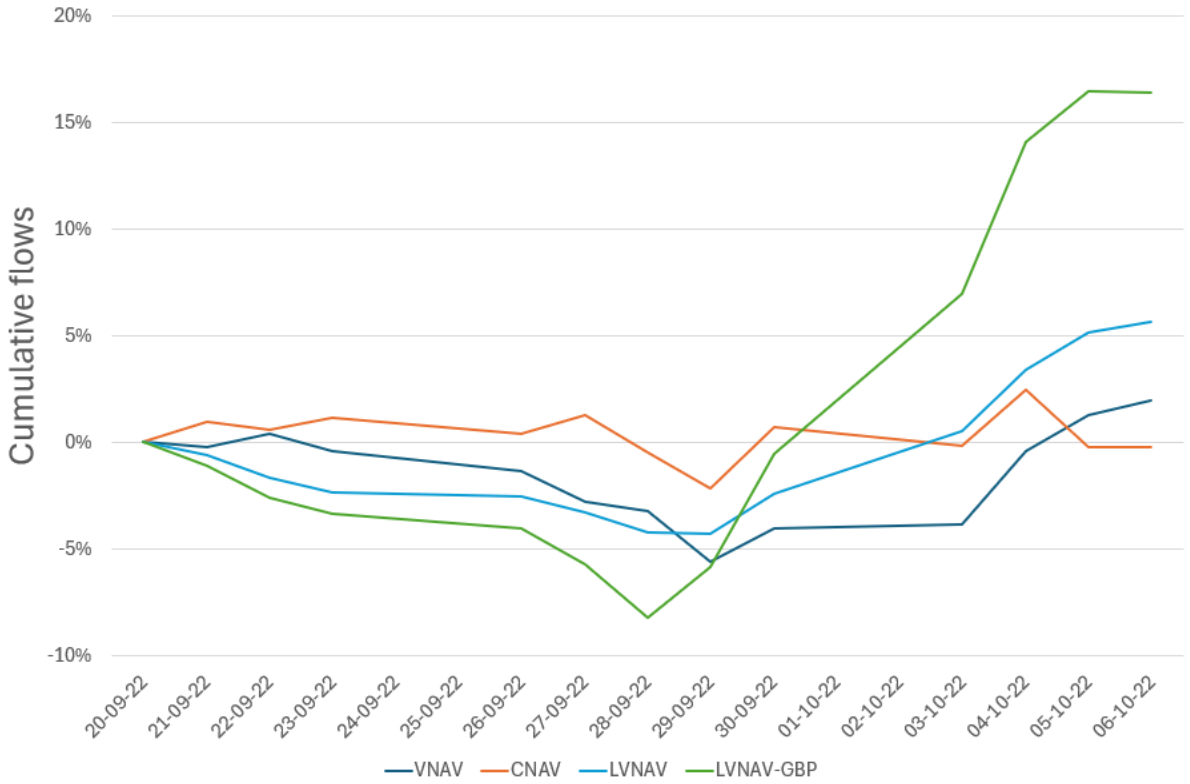
Deze heterogeniteit kan onder meer worden verklaard door de use cases van beleggers. Drie schematische "extreme" voorbeelden illustreren hoe hetzelfde MMF kan worden geconfronteerd met zeer uiteenlopende terugbetalingspatronen, afhankelijk van de beleggersbasis en het gedrag van beleggers in verschillende marktsituaties.

1) **Gebruik van MMF's als instrument voor het beheer van kasmiddelen/"betalingen" (voorspelbare cyclus):** sommige institutionele beleggers gebruiken VNAV MMF's als **transactionele kassegmenten**, bv. kasmiddelen worden geïnvesteerd als bijdragen/premies worden geïnd en vervolgens afgelost in een **voorspelbaar tempo** (bijvoorbeeld rond pensioenbetalingscycli). In die situatie zijn uitstromen vaak **gepland en kunnen ze worden voorspeld**, dus een afname van de liquiditeit is eerder een geplande schommeling dan een scherpe daling. Vergelijkbare voorbeelden zijn pensioensystemen met regelmatige instromen (bijdragen) en periodieke uitstromen (uitkeringen), waardoor voorspelbare kasstroompatronen ontstaan.
2) **Gebruik van MMF's als instrument voor liquiditeit van zekerheden/marges (potentieel klif-achtig patroon):** wanneer MMF's worden gebruikt als **liquiditeitsreserves die als zekerheid dienen** (rechtstreeks of onrechtstreeks) voor derivaten, repotransacties of LDI-gerelateerde margebehoeften, kunnen de terugbetalingen worden aangedreven door **marktbewegingen en bijbehorende margin calls**. In LDI-fondsen met hefboomwerking kunnen de behoeften aan zekerheden snel toenemen wanneer het rendement toeneemt (wat de verliezen tegen marktwaarde weerspiegelt), wat aanleiding kan geven tot een wedloop om kasmiddelen door vele marktspelers tegelijkertijd. In die omstandigheden betalen beleggers aandelen/deelnemingsrechten mogelijk terug om aan de opvraging van zekerheden te kunnen voldoen, of zij kunnen MMF-deelnemingen binnen werkstromen voor zekerhedenbeheer gebruiken, om zo een **meer procyclische en gecorreleerde liquiditeitsvraag** te creëren dan "louter" kasbeheer toe te passen.
3) **Gebruik van MMF's om de kasmiddelen van andere, door dezelfde MMF-vermogensbeheerder beheerde fondsen te bundelen. Hier heeft de beheerder zicht op de terugbetalingsstromen**.

6.2 De LDI-gerelateerde marktgebeurtenis

Eind september 2022 werd een sterke stijging vastgesteld van de opbrengsten uit Brits staatspapier (gilts) en stonden de LDI-strategieën (op passiva gebaseerde investeringen) die door pensioenfondsen werden gebruikt zwaar onder druk. Dit zorgde voor zware verliezen aan marktwaarde voor LDI-fondsen, die op hun beurt variatiemargeopvragingen op gang brachten. Deze margeopvragingen deden een plotse en aanzienlijke vraag naar kasmiddelen ontstaan, die doorwerkte in de in GBP luidende MMF's, hoewel MMF's niet de oorzaak vormden van de plotse extreme liquiditeitsvraag. Sommige MMF's kregen te maken met snelle uitstromen, voornamelijk van institutionele beleggers, en reageerden door de liquiditeitsbuffers snel te verhogen en de looptijden in de portefeuille te verkorten.

Diagram II.2: Effect van de LDI-crisis op MMF-stromen

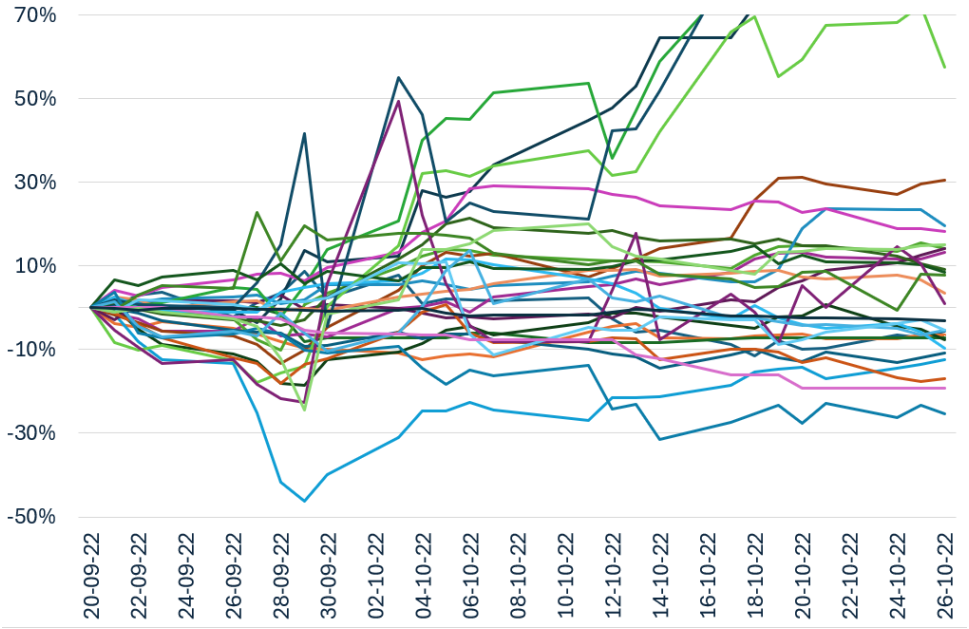


Bronnen: Crane Data en NBA's, MMF's met NAV's boven 100 miljoen EUR.
Opmerking: netto cumulatieve stromen per type MMF, uitgedrukt als percentage van NAV.

De reacties van de MMF's op de plotse liquiditeitsvraag van beleggers waren bij de LDI-marktgebeurtenis zelfs nog meer uitgesproken dan de reacties tijdens de COVID-19-pandemie. Hoewel sommige MMF's instromen kenden, kregen andere op sommige momenten te maken met sterke terugbetalingsdruk. De LDI-gerelateerde marktgebeurtenis had een zeer uiteenlopend effect op in GBP luidende LVNAV MMF's, en trof slechts een handvol fondsen en niet de gehele sector.

Dit uiteenlopende effect komt tot uiting in de spreiding van de uitstromen: hoewel het mediane fonds een wekelijke uitstroom van –9 % kende (cumulatief –10 %), stond het laagste segment zwaarder onder druk, waarbij het 10e percentiel –21 % wekelijke uitstroom ondervond en het zwaarst getroffen 1 % van de fondsen bijna –37 % verloor in één enkele week (cumulatief –42 %). Deze uitgesproken asymmetrie toont aan dat de meeste stress werd gevoeld door fondsen die intensief werden gebruikt voor LDI-strategieën als liquiditeitsbuffer om aan margin calls en opvraging van zekerheden te kunnen voldoen. In GBP luidende LVNAV's die ruimere doeleinden van kasmiddelenbeheer dienden, met een meer gediversifieerde beleggersbasis en minder rechtstreekse banden met transformatie van zekerheden of repoactiviteiten voor gilts, registreerden daarentegen instromen in dezelfde periode.

Diagram II.3: Trends in NAV, LVNAV's in GBP tijdens de LDI-gerelateerde marktgebeurtenis



Bronnen: Crane Data en NBA's.
Opmerking: elke lijn geeft de netto cumulatieve stromen weer uitgedrukt als percentage van de NAV's (y-as) van LVNAV's in GBP met een NAV van meer dan 1 miljard EUR. Positieve waarden geven de netto inschrijvingen weer, terwijl negatieve waarden de netto terugbetalingen weergeven. Uit deze voorbeelden blijkt dat LVNAV MMF's in GBP weliswaar aanzienlijke terugbetalingen registreerden tijdens de marktgebeurtenis van de LDI-crisis, maar dat het effect daarvan ongelijk was verdeeld in dat type MMF.

7 BIJLAGE III: MARKTVEERKRACHTNIVEAUS

7.1 Kalibratie van terugbetalingsschokken

Bij het beoordelen van terugbetalingsschokken werden verschillende modellen getest met behulp van verschillende gegevensbronnen (Crane Data, NBA's, Morningstar) en methodologische benaderingen, met bijzondere aandacht voor het aanpakken van problemen inzake gegevenskwaliteit en het waarborgen van de robuustheid.

Het eerste percentiel van de terugbetalingen (uitgedrukt in % van de NAV) werd uiteindelijk geselecteerd, omdat het ernstige, maar aannemelijke gespannen omstandigheden vastlegt en tegelijkertijd het effect van mogelijke fouten of uitschieters in de gegevens beperkt.

Dit percentiel is gekalibreerd op basis van de marktgebeurtenis van de COVID-19-pandemie en geeft bijgevolg een zeer nadelig scenario weer. Er moet worden opgemerkt dat dergelijke scenario's mogelijk niet realistisch zijn voor veel MMF's die een beroep kunnen doen op een voorspelbare beleggersbasis. Niettemin wordt deze ernstige benadering passend geacht in het kader van potentiële besmettingsrisico's, in het bijzonder wat reputatie betreft.

De relevantie van besmetting kan ook worden beoordeeld in het kader van praktijken inzake "ken-uw-klant" en het feit dat MMF's bij wet regelmatig informatie moeten verstrekken aan hun beleggers. Daarnaast verzoeken veel beleggers om frequentere en gedetailleerde informatie, wat de besmettingsrisico's verder kan beperken.

Tabel III.1: Bereik van de spreiding van de terugbetalingsscenario's in het eerste percentiel, alle gegevensbronnen [min. 1e percentiel, max. 1e percentiel]

	Dagelijks	Wekelijks	Maandelijks
VNAV	[–4 % ;–8 %]	[–6 % ;–19 %]	[–16 % ;–45 %]
- **Standaard-VNAV**	[–4 % ;–8 %]	[–4 % ;–21 %]	[–9 % ;–45 %]
- **Kortlopend VNAV**	[–3 % ;–10 %]	[–6 % ;–15 %]	[–17 % ;–26 %]
LVNAV	[–6 % ;–11 %]	[–7 % ;–28 %]	[–28 % ;–45 %]
- **LVNAV in USD**	[–9 % ;–12 %]	[–16 % ;–26 %]	[–30 % ;–44 %]
- **LVNAV in GBP**	[–8 % ;–11 %]	[–16 % ;–30 %]	[–26 % ;–47 %]
CNAV	[–5 % ;–14 %]	[–4 % ;–22 %]	[–1 % ;–34 %]
Wereldwijd	[–6 % ;–11 %]	[–7 % ;–26 %]	[–21 % ;–45 %]

Bronnen: Crane Data, Morningstar, gegevens van NBA's.

7.2 Kalibratie van de "marktveerkrachtdrempels"

Europese MMF's zijn doorgaans in staat de in afdeling 7.1 vastgestelde terugbetalingsschokken op te vangen, wat wijst op de variatie in de WLA-niveaus in de hele sector. Toch blijft het essentieel dat robuuste toezichtsystemen en doeltreffende risicobeheersystemen voorhanden zijn om ervoor te zorgen dat de liquiditeitsniveaus zijn afgestemd op de specifieke situatie van elk fonds.

In dit verband worden in deze afdeling de WLA-veerkrachtniveaus gekalibreerd die, indien ze uniform als minimumbenchmarks zouden worden toegepast, MMF's in staat zouden stellen om de in afdeling 7.1 gekalibreerde terugbetalingsscenario's aan te kunnen.

De onderstaande methodologie werd toegepast:

1. In de analyse wordt een raming gemaakt van de omvang van de terugbetalingen die MMF's kunnen absorberen voordat hun dagelijkse liquide activa onder het wettelijke minimumniveau terechtkomen. Daartoe werden verschillende minimumniveaus voor WLA in aanmerking genomen, met behulp van reële gegevens over de samenstelling en afschrijving van portefeuilles.

2. Om de WLA-veerkrachtdrempels te kalibreren, worden de resultaten vergeleken met de terugbetalingsscenario's die werden gebruikt voor de MMF's in afdeling 7.1 (zie tabel III.1). In de analyse wordt rekening gehouden met de afschrijving van portefeuilles. De volgende reeks conservatieve aannamen wordt toegepast:
    - terugbetalingen worden uitsluitend voldaan via bestaande DLA en WLA, waarbij geen activa worden verkocht naast diegene die in aanmerking komen voor de DLA en WLA;
    - de DLA wordt boven de minimale wettelijke vereisten gehouden[11].

Tabel III.2: Gekozen scenario voor de kalibratie:

Type MMF	Dagelijks	Wekelijks	Maandelijks
Standaard-VNAV	–8 %	–17 %	–34 %
Stabiele NAV	–15 %	–30 %	–47 %

Bronnen: Crane Data, Morningstar, gegevens van NBA's.

Deze analyse toont aan dat een WLA-veerkrachtniveau van 35 % tot 40 % voor stabiele NAV MMF's en van 20 % voor VNAV MMF's toereikend zijn om gespannen marktomstandigheden aan te kunnen. Met name zou het aanhouden van WLA's aan of boven deze veerkrachtniveaus Europese MMF's in staat stellen om ernstige terugbetalingsschokken aan te kunnen (d.w.z. de DLA's boven het wettelijke minimum te houden) zoals gekalibreerd in afdeling 7.1.

[11] Dit is een conservatieve hypothese, aangezien MMF's in de praktijk kunnen toelaten dat de DLA zich tijdelijk onder het wettelijke minimum bevindt om aan de terugbetalingsverzoeken te voldoen, en ook activa kan verkopen of gebruik kan maken van instromen van kasmiddelen.