KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 20.7.2023 r.
COM(2023) 452 final

SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

dotyczące adekwatności rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1131 w sprawie funduszy rynku pieniężnego z ostrożnościowego i gospodarczego punktu widzenia

SPIS TREŚCI

1. WPROWADZENIE 3

1.1. Kontekst 3

1.2. Podstawa prawna sprawozdania 4

1.3. Metodyka i przebieg konsultacji 4

2. AKTUALNA SYTUACJA SEKTORA FRP 5

2.1. Najważniejsze zmiany wprowadzone rozporządzeniem w sprawie FRP 5

2.2. Obecna struktura rynku 7

2.3. Ostatnie zmiany na rynku i wyciągnięte wnioski 11

3. ADEKWATNOŚĆ ROZPORZĄDZENIA W SPRAWIE FRP Z OSTROŻNOŚCIOWEGO I GOSPODARCZEGO PUNKTU WIDZENIA 16

3.1. FRP i instrumenty dłużne emitowane lub gwarantowane przez państwa członkowskie UE. 16

3.2. Jednolite definicje wysokiej i wyjątkowo wysokiej płynności oraz jakości kredytowej aktywów zbywalnych 17

3.3. Wpływ rozporządzenia w sprawie FRP na rynki finansowania krótkoterminowego 18

3.4. Rozwój ram regulacyjnych na poziomie międzynarodowym 19

3.4.1. Ograniczenie ryzyka paniki 21

3.4.2. Wzmocnienie płynności FRP i ich zdolności do pokrycia strat 22

3.4.3. Inne środki 23

3.5. Możliwość wprowadzenia minimalnego 80-procentowego progu unijnego długu publicznego 23

4. WNIOSKI 25

SKRÓTY

AIFMD	Dyrektywa w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi
CNAV	FRP utrzymujący stałą wartość aktywów netto (FRP o stałej NAV)
EBC	Europejski Bank Centralny
ESMA	Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych
ERRS	Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego
EUR	Euro
FSB	Rada Stabilności Finansowej
GBP	Funt szterling
LVNAV	FRP o niskiej zmienności wartości aktywów netto (FRP o niskiej zmienności NAV)
FRP	Fundusz rynku pieniężnego
Rozporządzenie w sprawie FRP	Rozporządzenie (UE) 2017/1131 w sprawie funduszy rynku pieniężnego
NAV	Wartość aktywów netto
NCA	Właściwe organy krajowe
USD	Dolar amerykański
UCITS	Przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe
VNAV	FRP o zmiennej wartości aktywów netto (FRP o zmiennej NAV)
WMA	Aktywa o tygodniowym terminie zapadalności

1. WPROWADZENIE

1.1. Kontekst

Rozporządzenie (UE) 2017/1131 w sprawie funduszy rynku pieniężnego (rozporządzenie w sprawie FRP) zostało zaproponowane w następstwie światowego kryzysu finansowego, który ujawnił pewne słabe punkty rynków finansowych i ich systemów regulacyjnych na całym świecie. Od momentu wejścia w życie w styczniu 2019 r. rozporządzenie to znacznie wzmocniło system regulacyjny dotyczący FRP w UE, zgodnie z zaleceniami Rady Stabilności Finansowej (FSB), Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO)[1] i Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ERRS).

Nowe ramy regulacyjne zostały wystawione na próbę w związku z napięciami rynkowymi spowodowanymi pandemią COVID-19. Wpływ tych warunków skrajnych na FRP różnił się w poszczególnych jurysdykcjach ze względu na różnice w strukturach rynków FRP (np. dominujące rodzaje FRP, profile inwestorów i inwestycje bazowe) oraz pozostałe różnice w ramach regulacyjnych dotyczących FRP. Główne banki centralne, takie jak Europejski Bank Centralny (EBC) i amerykańska Rezerwa Federalna, podjęły różne działania w celu złagodzenia skutków, w tym bezpośrednie zakupy papierów dłużnych przedsiębiorstw[2] na rynku pierwotnym i wtórnym, udzielanie bankom pożyczek na zakup aktywów od FRP (Rezerwa Federalna) oraz rozszerzenie zakresu uznawanych zabezpieczeń operacji refinansowania na niezabezpieczone obligacje bankowe (EBC). Interwencje te zwiększyły płynność rynków krótkoterminowych instrumentów dłużnych i zaufanie do tych rynków, co przyczyniło się również do zmniejszenia tempa umorzeń z FRP. Chociaż w marcu 2020 r. i w innych okresach napięć rynkowych doszło do znacznych wypływów z niektórych rodzajów FRP, żaden z unijnych FRP nie musiał uruchamiać opłat za umorzenia lub ograniczeń dotyczących umorzeń[3] ani zawieszać umorzeń.

W następstwie napięć rynkowych związanych z COVID-19 światowe i europejskie organy nadzoru ostrożnościowego rozpoczęły prace nad propozycjami politycznymi mającymi na celu zwiększenie odporności FRP. W szczególności Rada Stabilności Finansowej[4], ERRS[5] i Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA)[6] zaproponowały różne reformy mające zapewnić, aby FRP nie potęgowały szoków płynnościowych w czasach napięć. Jedną z tych propozycji jest usunięcie możliwości stosowania księgowania według kosztu zamortyzowanego przez FRP o niskiej zmienności wartości aktywów netto (FRP

---

[1] Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO) przeprowadziła wzajemną ocenę wdrażania reform FRP w różnych jurysdykcjach i 20 listopada 2020 r. opublikowała przegląd tematyczny dotyczący spójności wdrażania reform funduszy rynku pieniężnego. W sprawozdaniu potwierdzono wysoki stopień zgodności osiągniętych celów regulacyjnych z jej wstępnymi zaleceniami.

[2] Papier dłużny przedsiębiorstw: niezabezpieczone przyrzeczenie do dokonania zapłaty określonej kwoty w określonym terminie zapadalności, emitowane w postaci papieru wartościowego na okaziciela (MFW, 2003). Papiery dłużne przedsiębiorstw są emitowane głównie przez przedsiębiorstwa niefinansowe.

[3] Opłaty za umorzenia to narzędzie zarządzania płynnością nakładające zwykle opłatę zryczałtowaną na inwestorów sprzedających udziały funduszu (zwykle we wcześniej ustalonym okresie). Ograniczenia dotyczące umorzeń to narzędzie zarządzania płynnością mające na celu uniemożliwienie inwestorom funduszu wycofania części ich kapitału przez pewien okres.

[4] Rada Stabilności Finansowej, 11 października 2021 r., „Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience" [„Polityczne propozycje zwiększenia odporności funduszy rynku pieniężnego"].

[5] ERRS, 2 grudnia 2021 r., Recommendation on reform of money market funds [Zalecenie w sprawie reformy funduszy rynku pieniężnego].

[6] ESMA, 14 lutego 2022 r., „ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation" [„Opinia ESMA na temat przeglądu rozporządzenia w sprawie funduszy rynku pieniężnego"].

o niskiej zmienności NAV). Mogłoby to jednak zmniejszyć skuteczność FRP jako alternatyw dla depozytów bankowych w zakresie zarządzania płynnością i ograniczyć możliwości zarządzania środkami pieniężnymi przez przedsiębiorstwa[7].

1.2. Podstawa prawna sprawozdania

Niniejsze sprawozdanie przygotowano zgodnie z art. 46 ust. 1 rozporządzenia w sprawie FRP, w którym nałożono na Komisję obowiązek dokonania oceny funkcjonowania rozporządzenia w sprawie FRP na podstawie analizy obowiązujących przepisów z ostrożnościowego i gospodarczego punktu widzenia oraz po konsultacjach z ESMA i, w stosownych przypadkach, z ERRS, a także zgodnie z art. 6 ust. 2, który określa warunki, jakie należy uwzględnić w niniejszym sprawozdaniu. W artykule tym wymaga się również, aby Komisja oceniła, czy należy wprowadzić zmiany przepisów dotyczących FRP długu publicznego o stałej NAV i FRP o niskiej zmienności NAV.

1.3. Metodyka i przebieg konsultacji

Niniejsze sprawozdanie opiera się na szeregu badań przeprowadzonych przez organy europejskie i międzynarodowe. Zarówno w sprawozdaniu Rady Stabilności Finansowej[8], jak i opinii ESMA[9] wykorzystano informacje zwrotne od zainteresowanych stron. Dokumenty te, jak również zalecenia ERRS[10] zawierają obszerne zbiory danych i dowodów pochodzących od organów nadzoru. EBC opublikował ocenę skuteczności ram regulacyjnych UE z perspektywy stabilności finansowej, opartą na zachowaniu FRP podczas kryzysu związanego z COVID-19[11]. Dodatkowym źródłem informacji na potrzeby niniejszego sprawozdania były publikacje o charakterze akademickim.

Od 12 kwietnia do 20 maja 2022 r. Komisja przeprowadziła konsultacje z zainteresowanymi stronami w celu zebrania ich opinii na temat funkcjonowania rozporządzenia w sprawie FRP[12]. Odpowiedzi udzieliło łącznie 48 respondentów. Ponad dwie trzecie respondentów wskazało, że rozporządzenie w sprawie FRP skutecznie realizuje swoje kluczowe cele w zakresie zapewnienia płynności, zwiększenia ochrony inwestorów, zapobiegania ryzyku efektu domina oraz poprawy przejrzystości, nadzoru i stabilności finansowej jednolitego rynku. Respondenci ci uważają, że rozporządzenie w sprawie FRP przyczyniło się do integracji rynków kapitałowych i zwiększyło odporność FRP, w szczególności dzięki przepisom dotyczącym jakości kredytowej[13] i struktury aktywów[14]. Z informacji zwrotnych

---

7 FRP długu prywatnego o stabilnej NAV mają cechy podobne do depozytów, inwestują w zobowiązania emitowane przez banki i są wykorzystywane przez przedsiębiorstwa niefinansowe jako instrument zarządzania płynnością.

8 Rada Stabilności Finansowej, 11 października 2021 r., „Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience" [„Polityczne propozycje zwiększenia odporności funduszy rynku pieniężnego"].

9 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-49-437_finalreportMMFRegulationeview.pdf

10 https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2022/html/esrb.pr.220125~32ad91c140.en.html

11 EBC, październik 2022 r., „Is the EU Money Market Fund Regulation fit for purpose? Lessons from the COVID-19 turmoil" [„Czy rozporządzenie UE w sprawie funduszy rynku pieniężnego jest odpowiednie do zamierzonego celu? Wnioski z zawirowań związanych z COVID-19"], seria dokumentów roboczych, nr 2737.

12 https://finance.ec.europa.eu/Regulation-and-supervision/consultations/finance-2022-money-market-funds_en

13 Art. 19–23 rozporządzenia (UE) 2017/1131 (rozporządzenie w sprawie FRP).

14 Art. 8–18 rozporządzenia (UE) 2017/1131 (rozporządzenie w sprawie FRP).

otrzymanych od zainteresowanych stron wynika również znaczenie zapewnienia spójności przepisów na poziomie UE i wzmocnienia nadzoru. Ponadto inwestorzy transgraniczni doceniają również fakt, że rozporządzenie w sprawie FRP daje im możliwość zarządzania płynnością na całym świecie w ramach standardowego procesu zarówno z punktu widzenia rachunkowości, jak i zarządzania ryzykiem.

2. AKTUALNA SYTUACJA SEKTORA FRP

2.1. Najważniejsze zmiany wprowadzone rozporządzeniem w sprawie FRP

Przed wprowadzeniem rozporządzenia w sprawie FRP większość FRP w UE działała na podstawie przepisów dyrektywy UCITS[15], aktów wykonawczych i wytycznych dotyczących tej dyrektywy, a także branżowych kodeksów postępowania. Unijne FRP mają siedziby głównie we Francji, Irlandii i Luksemburgu. Luksemburg i Irlandia rozwinęły sektor FRP oferujący FRP o stałej NAV w walutach obcych, skierowany do inwestorów instytucjonalnych spoza UE.

Rozporządzeniem w sprawie FRP wprowadzono specjalny i znacznie bardziej rozwinięty system regulacyjny dotyczący FRP w UE. W szczególności miało ono na celu sprostanie wyzwaniom związanym z ryzykiem kredytowym i ryzykiem utraty płynności, których doświadczyły FRP podczas kryzysu w 2008 r. Harmonizując podstawowe cechy produktu stanowiącego FRP, ramy te ustanowiły również jednolity poziom ochrony inwestorów poprzez przepisy dotyczące płynności i zarządzania ryzykiem utraty płynności, w tym zabezpieczeń przed utratą płynności, aktywów, w które mogą inwestować FRP, dywersyfikacji, wyceny i wewnętrznej oceny jakości kredytowej. Zwiększono również przejrzystość wobec inwestorów i nadzoru, w tym poprzez kompleksową sprawozdawczość dla właściwych organów krajowych.

Ponadto w rozporządzeniu w sprawie FRP wyraźnie zakazano „wsparcia zewnętrznego", aby uniknąć ryzyka efektu domina między sektorem FRP a resztą sektora finansowego. Polityka „znaj swojego klienta" zobowiązuje zarządzających wszystkimi rodzajami FRP do przewidzenia skutków równoczesnego umorzenia przez większą liczbę inwestorów. Wszyscy zarządzający muszą dostosować rzeczywisty poziom płynności do konkretnych modeli zapotrzebowania swoich klientów na środki pieniężne w dowolnym momencie ich cyklów rozliczeniowych.

W rozporządzeniu w sprawie FRP stworzono nowy rodzaj FRP, FRP o niskiej zmienności NAV, w celu zastąpienia FRP o stałej NAV inwestujących w dług niepubliczny. Podobnie jak w przypadku FRP długu publicznego o stałej NAV, FRP o niskiej zmienności NAV mogą stosować księgowanie według kosztu zamortyzowanego w celu zaoferowania stabilnej ceny umorzenia, ale jedynie dopóki wartość aktywów bazowych nie odbiega o więcej niż 20 punktów bazowych od wartości rynkowej aktywów netto funduszu[16]. Obie wartości są

[15] Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS).

[16] Cechą wyróżniającą FRP długu publicznego o stałej NAV i FRP o niskiej zmienności NAV jest zaokrąglanie NAV do drugiego miejsca po przecinku, które jest jednak możliwe tylko w przedziale 20 punktów bazowych w przypadku FRP o niskiej zmienności NAV (w porównaniu z czwartym miejscem po przecinku w przypadku FRP o zmiennej NAV). Zaokrąglenie oznacza, że inwestorzy nie muszą uznawać bardzo małych niezrealizowanych zysków i strat kapitałowych w portfelu przy umarzaniu udziałów.

publikowane codziennie. Jeśli odchylenie przekracza 20 punktów bazowych, FRP o niskiej zmienności NAV musi przejść ze stałej NAV na zmienną NAV[17].

Zapewnienie zgodności z rozporządzeniem w sprawie FRP doprowadziło do powstania pewnych kosztów prawnych i operacyjnych dla podmiotów zarządzających aktywami, które musiały przenieść istniejące fundusze do nowego systemu, zwiększyć przejrzystość, usprawnić procesy zarządzania ryzykiem oraz ściśle monitorować swoje inwestycje i związane z nimi ryzyko kredytowe i ryzyko utraty płynności, a wszystko to w celu zapewnienia zgodności z wymogami dotyczącymi płynności. Powstały również koszty dla zewnętrznych dystrybutorów, platform i powierników. Inwestorzy FRP musieli poświęcić więcej czasu i zasobów na stworzenie polityki inwestycyjnej oraz systemów kontroli i nadzoru nad ramami, systemami skarbowymi i procesami księgowymi, a także na zapewnienie akceptacji nowych struktur FRP przez audytorów z perspektywy środków pieniężnych i ich ekwiwalentów. Wyniki konsultacji nie wskazywały jednak na nadmierne koszty i nie ujawniły znacznej możliwości wprowadzenia uproszczeń.

W swoim badaniu Market Insights z października 2020 r. Europejskie Stowarzyszenie Zarządzania Funduszami i Aktywami zauważyło, że rygorystyczne wymogi regulacyjne wprowadzone rozporządzeniem w sprawie FRP oraz zwiększone koszty zapewnienia zgodności z przepisami spowodowały w pierwszym kwartale 2019 r. spadek liczby FRP będących UCITS o 16 %, ponieważ wiele podmiotów zarządzających aktywami zdecydowało się zamknąć swoje FRP, zwłaszcza małe FRP, lub przekształciło je w krótkoterminowe fundusze obligacji. Ponadto niektóre fundusze nie spełniały już bardziej rygorystycznych wymogów regulacyjnych nałożonych na podstawie rozporządzenia w sprawie FRP, a zatem nie kwalifikowały się już jako FRP. Pomimo spadku liczby FRP europejskie FRP odnotowały w latach 2019 i 2020 wysokie wpływy netto.

Tabela 1: Kluczowe cechy unijnych FRP i odnośne zabezpieczenia

	Krótkoterminowy FRP			**Standardowy FRP**
	Stabilna NAV		**Zmienna wartość aktywów netto (FRP o zmiennej NAV)**	
Nazwa	Stała wartość aktywów netto i inwestowanie w instrumenty długu publicznego (FRP długu publicznego o stałej NAV)[18]	Niska zmienność wartości aktywów netto (FRP o niskiej zmienności NAV)[19]	Krótkoterminowy FRP o zmiennej NAV[20]	Standardowy FRP o zmiennej NAV[21]

[17] W rozporządzeniu w sprawie FRP wprowadzono szereg innych zasad dotyczących portfela i wyceny, które mają na celu ochronę inwestorów i zapewnienie stabilności rynku finansowego.

[18] FRP utrzymujący stałą wartość aktywów netto i inwestujący w instrumenty długu publicznego zgodnie z art. 2 pkt 11 rozporządzenia w sprawie FRP.

[19] FRP o niskiej zmienności wartości aktywów netto zgodnie z art. 2 pkt 12 rozporządzenia w sprawie FRP.

[20] FRP o zmiennej NAV zarządzany jako krótkoterminowy FRP zgodnie z art. 2 pkt 14 rozporządzenia w sprawie FRP.

[21] FRP o zmiennej NAV zarządzany jako standardowy FRP zgodnie z art. 2 pkt 15 rozporządzenia w sprawie FRP.

Dług publiczny	Min. 99,5 % w długu publicznym, umowach z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu zabezpieczonych długiem publicznym i w środkach pieniężnych	Dopuszczony	
Średni ważony termin zapadalności[22]	Maks. 60 dni		Maks. 6 miesięcy
Średni ważony okres trwania (WAL)[23]	Maks. 120 dni		Maks. 12 miesięcy
Terminy zapadalności aktywów	Maks. 397 dni		Maks. 2 lata z aktualizacją co 397 dni
Aktywa o jednodniowym terminie zapadalności	Min. 10 %	Min. 7,5 %	
Aktywa o tygodniowym terminie zapadalności	Min. 30 % (w tym dług publiczny ograniczony do 17,5 %)	Min. 15 %	

2.2. Obecna struktura rynku

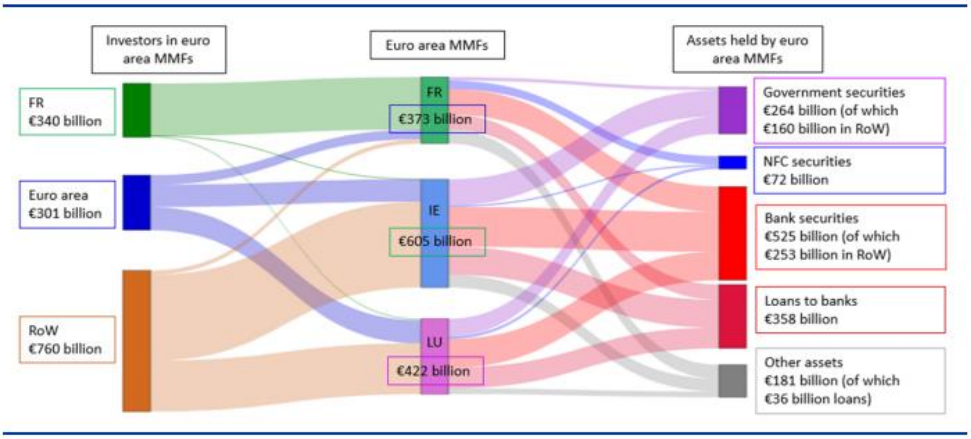
W art. 46 ust. 2 lit. a) rozporządzenia w sprawie FRP nałożono na Komisję obowiązek przeanalizowania doświadczeń zdobytych podczas stosowania niniejszego rozporządzenia oraz wpływu na inwestorów, FRP i zarządzających FRP w Unii.

Na koniec 2021 r. FRP strefy euro posiadały aktywa o łącznej wartości około 1,5 bln EUR, podzielone między FRP długu publicznego o stałej NAV (11 % zarządzanych aktywów ogółem), FRP o niskiej zmienności NAV (46 %), krótkoterminowe FRP o zmiennej NAV (12 %) i standardowe FRP o zmiennej NAV (31 %). Unijne FRP są denominowane głównie w EUR (42 %), USD (31 %) i GBP (22 %) i są skoncentrowane w kilku krajach, głównie w Irlandii, Luksemburgu i Francji, na które przypada, odpowiednio, 42 %, 26 % i 25 % aktywów ogółem zarządzanych przez unijne FRP[24].

FRP długu publicznego o stałej NAV i FRP o niskiej zmienności NAV są denominowane głównie w USD i GBP i mają siedzibę w Irlandii i Luksemburgu**.** FRP denominowane w EUR mają przede wszystkim strukturę standardowych FRP o zmiennej NAV i mają siedzibę głównie we Francji (192 fundusze na grudzień 2021 r.).

[22] Zgodnie z definicją zawartą w art. 2 pkt 19 rozporządzenia w sprawie FRP.
[23] Zgodnie z definicją zawartą w art. 2 pkt 20 rozporządzenia w sprawie FRP.
[24] Zob. sprawozdania ESMA i ERRS.

Rysunek1: Kto inwestuje w FRP strefy euro i gdzie te FRP inwestują?
Źródło: EBC, Macroprudential Bulletin [Biuletyn makroostrożnościowy], kwiecień 2021 r.



Sources: ECB securities holdings statistics, BSI and authors' calculations.
Notes: The data are as of Q3 2020. "RoW" means "rest of the world". Loans to banks include both deposits and repos. Debt securities account for around 98% of MMFs' total holdings of securities, and more than two-thirds of those debt securities are short-term debt securities (i.e. securities with an original maturity of one year or less). Values from ECB securities and holdings statistics are rescaled to match aggregates in BSI data.

Inwestorzy korporacyjni i instytucjonalni posiadają większość udziałów/jednostek uczestnictwa w FRP strefy euro, jak pokazano na rysunku 2[25]. Na inwestorów profesjonalnych przypada 95 % NAV w przypadku FRP o stałej NAV i 99 % NAV w przypadku FRP o niskiej zmienności NAV. W przypadku FRP o zmiennej NAV udział inwestorów detalicznych jest nieco wyższy i wynosi odpowiednio 13 % i 12 % w przypadku krótkoterminowych i standardowych FRP o zmiennej NAV[26].

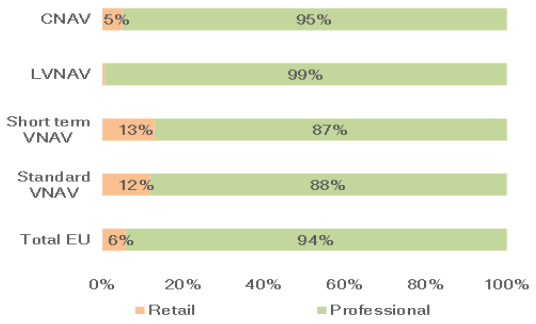
Jak pokazano na rysunku 3, instytucje finansowe są głównymi inwestorami w FRP wszystkich rodzajów i przypada na nie 59 % NAV, natomiast na przedsiębiorstwa niefinansowe przypada 19 % NAV.

Inwestorzy spoza UE przeważają w Luksemburgu i Irlandii, jak pokazano na rysunku 4. Na inwestorów spoza UE przypada 77 % NAV irlandzkich FRP i blisko 63 % w przypadku FRP utworzonych w Luksemburgu. W przypadku irlandzkich FRP są to głównie inwestorzy ze Zjednoczonego Królestwa (60 % ich inwestorów na podstawie kwot będących w posiadaniu). Odzwierciedla to znaczenie FRP denominowanych w walutach państw trzecich, mających siedzibę w tych państwach członkowskich. Z kolei na francuskich inwestorów krajowych przypada blisko 76 % NAV we Francji.

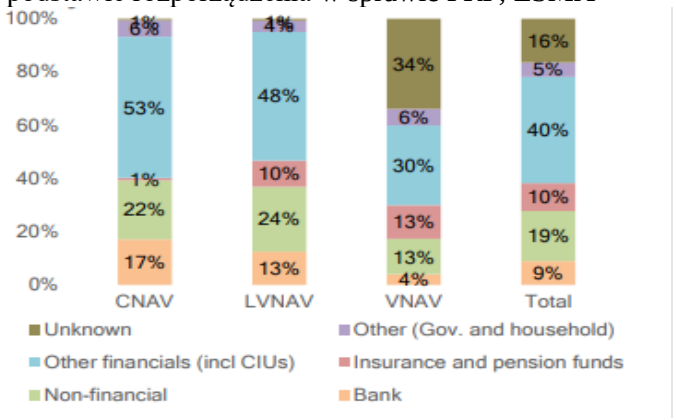
Rysunek2: Inwestorzy detaliczni i profesjonalni w FRP (% NAV ogółem)
Źródło: sprawozdanie ESMA dotyczące rynku, 2023 r.

25 ESMA, 8 lutego 2023 r.: „EU MMF market 2023" [„Rynek unijnych FRP w 2023 r."].

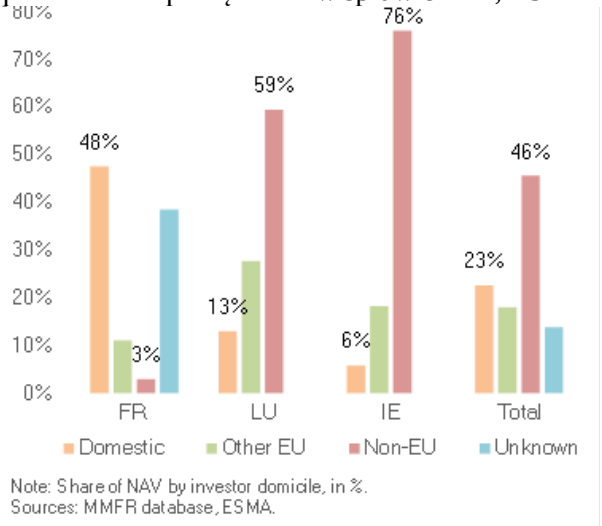
26 Jest to w dużej mierze spowodowane przez FRP z siedzibą we Francji, w przypadku których udział inwestorów detalicznych stanowi 12 % NAV ze względu na obecność pracowniczych programów oszczędnościowych.



Rysunek 3: Rodzaje inwestorów FRP według sektora (% NAV ogółem)
Źródło: baza danych na podstawie rozporządzenia w sprawie FRP, ESMA



Rysunek 4: Udział w NAV według siedziby inwestora (w %)
Źródło: baza danych na podstawie rozporządzenia w sprawie FRP, ESMA



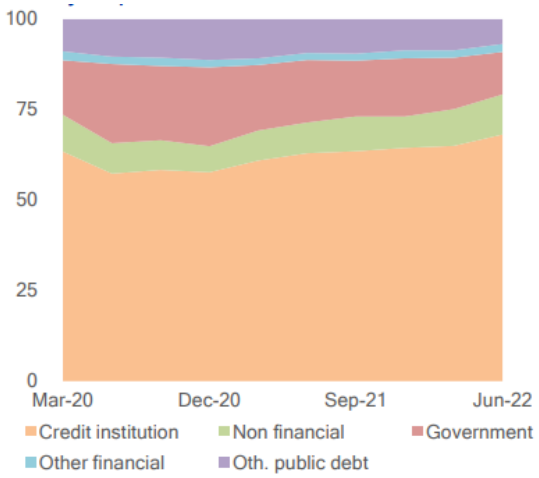
Podczas dyskusji z inwestorami FRP i w odpowiedziach uzyskanych w ramach konsultacji z zainteresowanymi stronami podkreślano, że następujące kryteria są najważniejsze przy wyborze inwestycji przez inwestorów: płynność śródzienna/dzienna, zachowanie kapitału i dywersyfikacja. Inwestorzy wymieniają również inne cechy unijnych FRP, takie jak jakość portfela lub poziom zwrotu, jako ważne przy wyborze inwestycji. FRP wykorzystuje się głównie jako narzędzie zarządzania płynnością.

Udziały w FRP uznaje się za „środki pieniężne i ich ekwiwalenty” zgodnie ze standardem rachunkowości MSR 7[27]. Dotyczy to FRP o stałej NAV i FRP o niskiej zmienności NAV ze względu na ich stabilną wartość i możliwość dokonywania umorzeń w ciągu dnia. W niektórych jurysdykcjach takie podejście księgowe ma również zastosowanie do FRP o zmiennej NAV. Z odpowiedzi na konsultacje Komisji wynika, że zmuszanie przedsiębiorstw do inwestowania w inne instrumenty o odmiennych cechach stworzyłoby niepewność dotyczącą podejścia księgowego do tych produktów jako „środków pieniężnych lub ich ekwiwalentów”, a także ograniczyłoby możliwości zarządzania środkami pieniężnymi przez przedsiębiorstwa, ponieważ inne instrumenty mogą nie oferować płynności śródziennej.

FRP długu publicznego o stałej NAV musi inwestować 99,5 % swoich aktywów w dług publiczny, w umowy z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu zabezpieczone długiem publicznym i w środki pieniężne. FRP o niskiej zmienności NAV i FRP o zmiennej NAV inwestują głównie w instrumenty rynku pieniężnego (67 % ich aktywów ogółem), które uzupełniają depozyty, umowy repo i umowy z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu oraz inne aktywa krótkoterminowe.

Jak pokazano na rysunku 5, unijne FRP mają głównie ekspozycję na sektor finansowy, w tym instytucje kredytowe, których papiery wartościowe stanowią ponad 60 % instrumentów rynku pieniężnego ogółem posiadanych przez unijne FRP. Ekspozycje na przedsiębiorstwa niefinansowe pozostają ograniczone (10 % instrumentów rynku pieniężnego) i są głównie w posiadaniu FRP o zmiennej NAV[28]. Łącznie unijne FRP posiadają 50–70 % denominowanych w EUR finansowych papierów dłużnych przedsiębiorstw i zbywalnych certyfikatów depozytowych[29] (Rada Stabilności Finansowej, 2021 r.).

Rysunek 5: Instrumenty rynku pieniężnego posiadane przez FRP mają głównie ekspozycję na sektor finansowy (% posiadanych instrumentów rynku pieniężnego)
Źródło: baza danych na podstawie rozporządzenia w sprawie FRP, Eikon, właściwe organy krajowe, ESMA



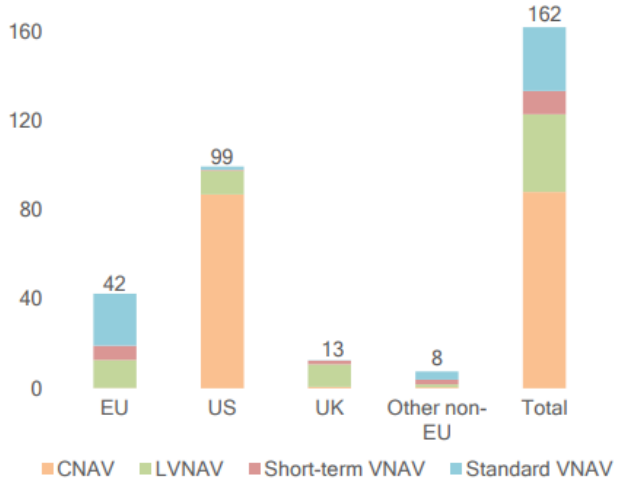
[27] Rozporządzenie (UE) nr 1126/2008, międzynarodowy standard rachunkowości 7, pkt 6: „Ekwiwalenty środków pieniężnych są krótkoterminowymi inwestycjami o dużej płynności, łatwo wymienialnymi na określone kwoty środków pieniężnych oraz narażonymi na nieznaczne ryzyko zmiany wartości”.

[28] ESMA, 8 lutego 2023 r.: „EU MMF market 2023” [„Rynek unijnych FRP w 2023 r.”].

[29] Certyfikaty depozytowe: „certyfikat wydany przez bank potwierdzający złożenie depozytu w tym banku na określony czas z określoną stopą procentową” (MFW, 2003 r.).

Jak pokazano na rysunku 6, większość ekspozycji unijnych FRP na dług publiczny dotyczy długów państwowych spoza UE (74 % zaangażowania w dług państwowy na koniec 2021 r.). Ekspozycje te są głównie w posiadaniu FRP o stałej NAV. Te ostatnie znacznie zmniejszyły swoje portfele obligacji skarbowych z 62 % aktywów ogółem w czerwcu 2021 r. do 32 % w czerwcu 2022 r. Jednocześnie zwiększyły one swoje ekspozycje na rynku transakcji repo, kierując się oczekiwaniem na zmianę stóp procentowych. Udział obligacji skarbowych w portfelach FRP o niskiej zmienności NAV znacznie wzrósł w 2020 r., ale w 2021 r. i w pierwszej połowie 2022 r. został ponownie dostosowany do składu sprzed pandemii COVID-19. FRP o zmiennej NAV mają zwykle niższy udział długu publicznego, średnio 7 % ich aktywów[30].

Rysunek 6: Ekspozycja na dług publiczny, koniec 2021 r., w mld EUR.
Źródło: baza danych na podstawie rozporządzenia w sprawie FRP, właściwe organy krajowe, ESMA



2.3. Ostatnie zmiany na rynku i wyciągnięte wnioski

W ostatnich latach miało miejsce kilka zdarzeń skrajnych, które stanowiły sprawdzian dla ram dotyczących FRP. W marcu 2020 r. pandemia COVID-19 doprowadziła do nagłego wzrostu popytu na bezpieczne i płynne aktywa zarówno w sektorze finansowym, jak i niefinansowym. Na wielu rynkach płynność rynkowa uległa znacznemu pogorszeniu i skłoniła banki centralne do bezprecedensowych interwencji. Wartość głównych indeksów giełdowych spadła w ciągu kilku tygodni o ponad 30 %, a rynki finansowe doświadczyły znacznego wzrostu zmienności w pierwszych miesiącach pandemii. Ze względu na ogólną niepewność inwestorzy zwlekali z inwestowaniem na rynkach finansowych, co doprowadziło do ogromnych strat w wycenie.

Obligacje korporacyjne i FRP również zmagały się z poważnymi trudnościami. Rentowność obligacji korporacyjnych znacznie wzrosła w lutym i marcu 2020 r. FRP z ekspozycją na rynki prywatne, tj. FRP o niskiej zmienności NAV i FRP o zmiennej NAV w UE oraz FRP typu *prime* w Stanach Zjednoczonych[31], odnotowały wysokie wypływy. FRP o niskiej zmienności NAV z siedzibą w UE doświadczyły wypływów w wysokości 51,4 mld EUR w marcu 2020 r.[32] i stanęły w obliczu wyzwań związanych ze sprzedażą posiadanych

30 Tamże.

31 FRP typu *prime* to rodzaj amerykańskiego funduszu rynku pieniężnego, który inwestuje głównie w inne niż rządowe papiery wartościowe.

32 ESMA, wrzesień 2021 r., „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities" [„Sprawozdanie na temat tendencji, ryzyka i słabych punktów"], nr 2, 2021.

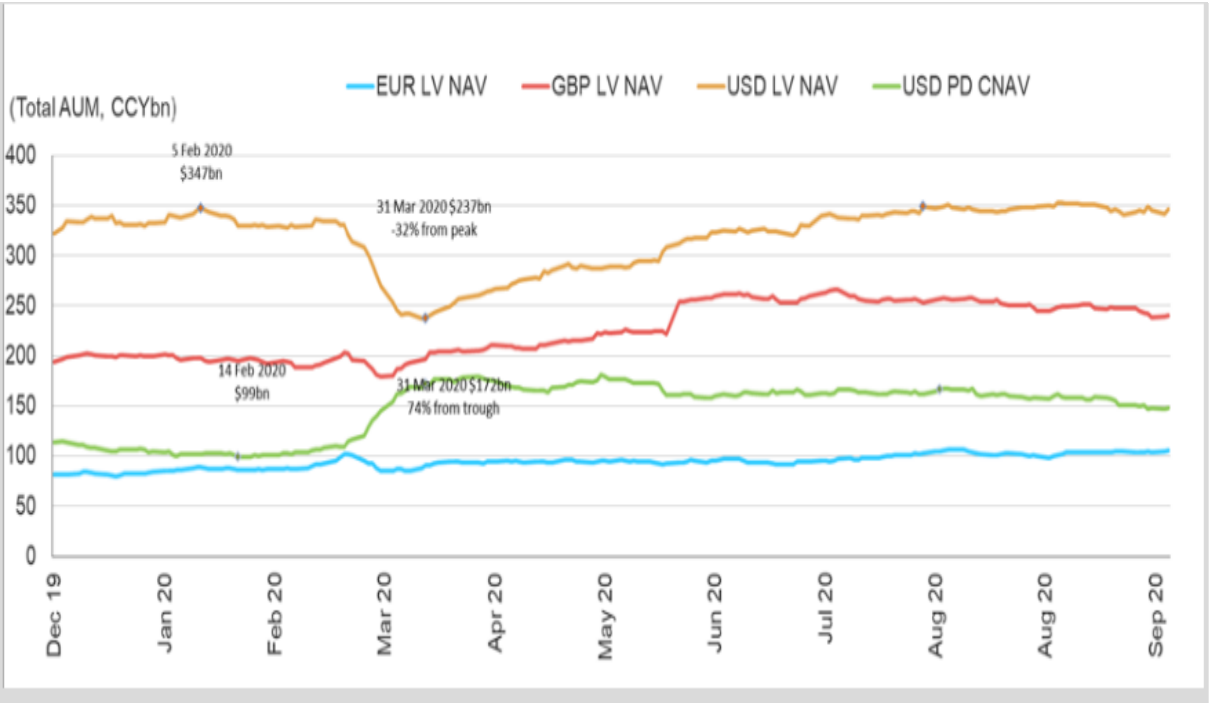
papierów dłużnych przedsiębiorstw i certyfikatów depozytowych, ponieważ banki nie chciały lub nie były w stanie odkupić tych papierów, w tym własnych papierów[33].

Napięcie było szczególnie dotkliwe w przypadku FRP o niskiej zmienności NAV denominowanych w USD, jak pokazano na rysunku 7 i w odpowiedniej literaturze[34]. Ponieważ ich portfele aktywów o tygodniowym terminie zapadalności (WMA) zbliżyły się do minimum regulacyjnego wynoszącego 30 %, niektórzy inwestorzy mogli być zaniepokojeni rosnącym prawdopodobieństwem, że zarządzający funduszami wykorzystają dostępne narzędzia zarządzania płynnością (tj. opłaty płynnościowe lub ograniczenia dotyczące umorzeń). Obawy dotyczące korzystania z narzędzi zarządzania płynnością były szczególnie wyraźne na rynku amerykańskim, co można wytłumaczyć faktem, że inwestorzy unijni są ogólnie rzecz biorąc bardziej przyzwyczajeni do opłat niż inwestorzy ze Stanów Zjednoczonych, ze względu na zaznajomienie się z opłatami w ramach UCITS. Jak pokazano na rysunku 7, przyniosło to efekty uboczne w odniesieniu do FRP z siedzibą w UE, z połączeniem umorzeń w USD FRP o niskiej zmienności NAV i subskrypcji w USD FRP długu publicznego o stałej NAV o podobnej wielkości, odzwierciedlając potencjalny efekt substytucyjny (lub ucieczkę w stronę jakości).

[33] Papiery dłużne przedsiębiorstw i certyfikaty depozytowe są zwykle utrzymywane do terminu zapadalności, a nawet jeśli mają bardzo krótki termin zapadalności, to ich rynek wtórny nie jest płynny, nawet w normalnych czasach. Tymczasem FRP odpowiadają za znaczną część popytu na te instrumenty.

[34] Jak omówiono w różnych sprawozdaniach, w tym w opracowanych przez Radę Stabilności Finansowej „Policy proposals to enhance money market fund resilience" [„Polityczne propozycje zwiększenia odporności funduszy rynku pieniężnego"] z października 2021 r., w przygotowanej przez ERRS „Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds" [„Nota dotycząca słabości systemowych funduszy rynku pieniężnego (FRP) oraz wstępnych rozważań politycznych na temat ich reformy"] z lipca 2021 r. oraz w artykule EBC z biuletynu makroostrożnościowego z kwietnia 2021 r. zatytułowanym „How effective is the EU Money Market Fund Regulation? Lessons from the COVID-19 turmoil" [„Jak skuteczne jest rozporządzenie UE w sprawie funduszy rynku pieniężnego? Wnioski z zawirowań związanych z COVID-19"].

Rysunek 7: Ewolucja aktywów zarządzanych przez różne rodzaje FRP około marca 2020 r.
Źródło: Europejskie Stowarzyszenie Zarządzania Funduszami i Aktywami: dane Fitch Ratings, iMoneyNet



Z danych[35] wynika, że FRP o niskim WMA odnotowały wyższe wypływy niż FRP o wysokim WMA. Analizę tę można interpretować jako dowód na to, że inwestorzy instytucjonalni umarzali środki z FRP, aby uniknąć opłat i ograniczeń. Ponadto badania przeprowadzone przez Avalos i Xia (2021)[36], Darpeix (2021)[37] oraz Dunne i Giuliana (2021)[38] pokazują, że wskaźniki dotyczące płynności były kluczowymi czynnikami powodującymi umorzenia w przypadku FRP o niskiej zmienności NAV, ale nie w przypadku FRP o zmiennej NAV, wskazując tym samym na możliwe niepożądane efekty progu[39]. Biorąc pod uwagę skalę kryzysu i sytuację gospodarczą na świecie spowodowaną pandemią, główne banki centralne podjęły szereg działań w celu wsparcia rynków kapitałowych. Wsparcie to miało postać:

35 ESMA, 2021 r., „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities" [„Sprawozdanie na temat tendencji, ryzyka i słabych punktów"], nr 1, 2021.

36 Avalos, F., i Xia, D. (2021), „Investor size, liquidity and prime money market fund stress" [„Wielkość inwestorów, płynność i warunki skrajne funduszy rynku pieniężnego typu *prime*"], dodatek specjalny do BIS Quarterly Review, s. 17.

37 Darpeix, P.-E., i Mosson, N. (2021), „Detailed analysis of the portfolios of French money market funds during the COVID-19 crisis in early 2020" [„Szczegółowa analiza portfeli francuskich funduszy rynku pieniężnego podczas kryzysu COVID-19 na początku 2020 r."], AMF.

38 Dunne, P., i Raffaele, G. (2021), „Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?" [„Czy limity płynności zwiększają umorzenia funduszy rynku pieniężnego podczas kryzysu związanego z COVID?"], dokument roboczy ERRS nr 127.

39 ESMA, 14 lutego 2022 r., „ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation" [„Opinia ESMA na temat przeglądu rozporządzenia w sprawie funduszy rynku pieniężnego"].

- bezpośrednich zakupów certyfikatów depozytowych i papierów dłużnych przedsiębiorstw (EBC[40], Bank Anglii[41], Rezerwa Federalna) denominowanych w walucie krajowej na rynku pierwotnym lub wtórnym,
- rozszerzenia uznanego zabezpieczenia na niezabezpieczone obligacje emitowane przez banki (EBC)
- oraz instrumentów kredytowych dla banków na zakup aktywów od FRP (Rezerwa Federalna)[42].

W wyniku interwencji banków centralnych zmniejszyła się liczba zleceń umorzenia, a płynność na bazowych rynkach pieniężnych poprawiła się. Chociaż interwencje te miały na celu przede wszystkim przywrócenie zaufania do głębokości i płynności rynków finansowania krótkoterminowego, pośrednio przyniosły również korzyści unijnym FRP.

Zawirowania na rynku w marcu 2020 r. pokazały, że niektóre segmenty rynku finansowego nie były w stanie uporać się ze znacznymi i nagłymi wzrostami presji na sprzedaż. Być może wynikało to również z faktu, że zapewnienie płynności przez dealerów było bardziej ograniczone i w mniejszym stopniu reagowało na nagły wzrost popytu niż przed kryzysem finansowym z 2008 r. Żaden z unijnych FRP nie musiał jednak wprowadzić w marcu 2020 r. opłat za umorzenie lub ograniczeń dotyczących umorzeń, ani zawieszać umorzeń. Ponadto żaden FRP o niskiej zmienności NAV nie przekroczył progów określonych w rozporządzeniu w sprawie FRP wymuszających przekształcenie w FRP o zmiennej NAV (odchylenie rynkowej NAV od stałej NAV zbliżyło się do progu na poziomie 20 punktów bazowych w przypadku niektórych FRP o niskiej zmienności NAV w USD). Wyniki te należy jednak interpretować ostrożnie i rozpatrywać w kontekście, biorąc pod uwagę interwencje banku centralnego, które wspierały rynki.

Od lutego 2022 r. inwazja Rosji na Ukrainę i związane z nią napięcia geopolityczne miały wpływ na rynki finansowe, w szczególności na ceny towarów i powiązane produkty pochodne. Ponieważ unijne FRP inwestują w wysoce płynne aktywa o krótkim terminie zapadalności i minimalnym ryzyku kredytowym, nie odnotowały one znaczących strat ani wypływów. FRP przystosowały się do tej sytuacji, dostosowując swoje portfele poprzez inwestycje w instrumenty o jeszcze krótszych terminach zapadalności, które są mniej narażone na ryzyko stopy procentowej[43], oraz zwiększając swoją płynność. Istnieją pewne oznaki pośredniego wpływu inwestorów sprzedających inne aktywa lub stojących w obliczu wezwań do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego i korzystających z unijnych FRP w celu

[40] W marcu 2020 r. EBC ogłosił dalsze wsparcie dla rynków pieniężnych strefy euro poprzez rozszerzenie istniejącego programu zakupów w sektorze przedsiębiorstw o denominowane w euro papiery dłużne przedsiębiorstw niefinansowych, których pozostały termin zapadalności wynosi zaledwie 28 dni (skrócenie w porównaniu z wcześniejszym terminem wynoszącym co najmniej 6 miesięcy). Program zakupów w sektorze przedsiębiorstw prowadzony przez EBC przyniósł zatem korzyści FRP w walucie lokalnej jedynie pośrednio, przyczyniając się do przywrócenia zaufania do rynków bazowych denominowanych w EUR.

[41] Paolo Cavallino i Fiorella De Fiore, 5 czerwca 2020 r., „Central banks' response to COVID-19 in advanced economies" [„Reakcja banków centralnych na COVID-19 w rozwiniętych gospodarkach"], BIS Bulletin nr 21.

[42] Unijne FRP o niskiej zmienności NAV w USD nie kwalifikowały się jednak do instrumentów EBC i instrumentów kredytowych Rezerwy Federalnej w odniesieniu do FRP i początkowo odnotowały wypływy, ale szybko odzyskały równowagę po zapowiedziach dokonanych przez banki centralne.

[43] Aktywa mające krótszy czas trwania podlegają mniejszym zmianom cen w następstwie wstrząsu w odniesieniu do stóp procentowych. Średnio FRP znacznie skróciły swój średni ważony termin zapadalności, do najniższego od 10 lat poziomu 19 dni z poprzednich poziomów zbliżonych do 50 dni pod koniec 2020 r. i w 2021 r.

przechowywania płynności lub uzyskania dostępu do płynności. Wpływy i wypływy wydawały się jednak raczej zrównoważone i żaden z unijnych FRP nie musiał w tej sytuacji wprowadzać opłat za umorzenie ani zawieszać umorzeń.

We wrześniu 2022 r. skrajne warunki rynkowe w Zjednoczonym Królestwie miały również wpływ na te unijne FRP, które mają znaczną ekspozycję na aktywa brytyjskie lub mają inwestorów ze Zjednoczonego Królestwa (w szczególności irlandzkie FRP, których baza inwestorów pod względem kwoty będącej w posiadaniu pochodzi w około 60 % ze Zjednoczonego Królestwa). Zgodnie z dostępnymi informacjami istniał pośredni wpływ na FRP denominowane w GBP, związany głównie z potrzebą uzyskania przez inwestorów szybkiego dostępu do płynności po zwiększonych wezwaniach do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego i wymuszonej sprzedaży, zwłaszcza przez fundusze o strategiach inwestycyjnych opartych na zobowiązaniach[44]. Niektóre FRP denominowane w GBP odnotowały zwiększone wypływy (pięć funduszy doświadczyło skumulowanego wypływu w wysokości ponad 10 %)[45] wkrótce po ogłoszeniu brytyjskiego „minibudżetu" 23 września 2022 r.

Sytuacja szybko się odwróciła po interwencji Banku Anglii w celu wsparcia rynku obligacji. W październiku 2022 r. unijne FRP denominowane w GBP odnotowały wpływy w wysokości prawie 30 %. Ponadto w ostatnim tygodniu września 2022 r. unijne FRP denominowane w GBP podjęły kroki w celu wzmocnienia swojej odporności, zwiększając udział aktywów płynnych w swoich portfelach, przy czym zarówno dzienne, jak i tygodniowe poziomy płynności znacznie wzrosły[46].

Mimo że jeden z FRP o niskiej zmienności NAV był bliski przekroczenia regulacyjnego limitu odchylenia NAV, wydaje się, że sektor ten ogólnie dobrze sobie radził i spełniał swoją rolę polegającą na zapewnianiu krótkoterminowej płynności. Epizod inwestycyjny oparty na zobowiązaniach podkreśla rolę FRP jako narzędzi zarządzania płynnością dla inwestorów instytucjonalnych. Dowodzi on również znaczenia zachowania odporności sektora FRP na różnego rodzaju wstrząsy gospodarcze.

W marcu 2023 r. nie odnotowano znaczącego wpływu na unijne FRP w wyniku zamieszania w sektorze bankowym. W Stanach Zjednoczonych upadek Silicon Valley Bank spowodował, że niektórzy deponenci zaczęli kwestionować bezpieczeństwo depozytów bankowych, zwłaszcza tych powyżej limitu ochrony regulacyjnej. Doprowadziło to do przejścia na FRP Stanów Zjednoczonych, które oferowały wyższe zyski i większą elastyczność. Ponadto zamieszanie w sektorze bankowym spowodowało wzrost wpływów do instrumentu jednodniowych umów z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu Rezerwy Federalnej w ostatnich tygodniach marca 2023 r. Po przejęciu Credit Suisse przez UBS unijne FRP również odnotowały znaczne wpływy, w tym 17,7 mld EUR do denominowanych w euro FRP w marcu 2023 r., co może wskazywać na to, że uczestnicy rynku postrzegają sektor unijnych FRP jako odporny.

---

[44] Strategie te były w szczególności stosowane przez fundusze emerytalne o zdefiniowanym świadczeniu, które wykorzystywały dźwignię finansową, aby móc dopasować swoje aktywa i zobowiązania w środowisku niskich stóp procentowych.

[45] ESMA, luty 2023 r., „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities" [„Sprawozdanie na temat tendencji, ryzyka i słabych punktów"], nr 1, 2023.

[46] ESMA, luty 2023 r., „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities" [„Sprawozdanie na temat tendencji, ryzyka i słabych punktów"], nr 1, 2023.

3. ADEKWATNOŚĆ ROZPORZĄDZENIA W SPRAWIE FRP Z OSTROŻNOŚCIOWEGO I GOSPODARCZEGO PUNKTU WIDZENIA

W poniższej sekcji dokonano przeglądu adekwatności rozporządzenia w sprawie FRP z ostrożnościowego i gospodarczego punktu widzenia zgodnie z wymogami określonymi w art. 46 ust. 2 tego rozporządzenia.

FRP są odrębną kategorią funduszy inwestycyjnych, z jednej strony ściśle związanych z przedsiębiorstwami prowadzącymi działalność w ramach gospodarki realnej i sektora bankowego, a z drugiej strony z głównymi częściami rynków finansowych. Pełnią one istotną podwójną funkcję gospodarczą jako narzędzie zarządzania płynnością oraz jako krótkoterminowy instrument finansowania podmiotów finansowych i niefinansowych. Nie są one jednorodne, a ich struktura i charakterystyka ryzyka różnią się w zależności od jurysdykcji[47].

3.1. FRP i instrumenty dłużne emitowane lub gwarantowane przez państwa członkowskie UE.

W art. 46 ust. 2 lit. b) i c) rozporządzenia w sprawie FRP nałożono na Komisję wymóg ocenienia roli odgrywanej przez FRP w zakupie instrumentów dłużnych emitowanych lub gwarantowanych przez państwa członkowskie i uwzględnienia cech takich instrumentów dłużnych oraz ich roli w finansowaniu państw członkowskich.

Ze względu na stosunkowo niską płynność i długie terminy zapadalności instrumentów dłużnych emitowanych lub gwarantowanych przez państwa członkowskie UE, unijne FRP nie dokonują znaczących inwestycji w takie papiery wartościowe. Zamiast tego większość ekspozycji unijnych FRP na dług publiczny dotyczy długu państwowego spoza UE (119 mld EUR na koniec 2021 r., 74 % całkowitego zaangażowania w dług państwowy). W szczególności na dług publiczny Stanów Zjednoczonych przypada niemal całość portfeli długu państwowego FRP o stałej NAV (88 mld EUR na koniec 2021 r.). W przypadku FRP o niskiej zmienności NAV dług publiczny UE stanowił 36 % ich ekspozycji na obligacje skarbowe na koniec 2021 r., natomiast dług państwowy Zjednoczonego Królestwa i Stanów Zjednoczonych stanowił około 60 %. W przeciwieństwie do innych rodzajów FRP, większość portfeli długu publicznego FRP o zmiennej NAV to instrumenty UE, na które przypada ponad 75 % ich ekspozycji na dług publiczny na koniec 2021 r.[48]FRP o zmiennej NAV mają jednak co do zasady niższy udział długu publicznego w porównaniu z innymi rodzajami FRP (zaledwie 7 % ich aktywów).

Zgodnie z rozporządzeniem w sprawie FRP dług publiczny o dłuższym rezydualnym terminie zapadalności[49] może nadal wynosić do 17,5 punktu procentowego z 30 % wymaganych aktywów o tygodniowym terminie zapadalności w przypadku FRP o niskiej zmienności NAV lub FRP długu publicznego o stałej NAV. Respondenci uczestniczący w konsultacjach wskazują, że pułap 17,5 % wydaje się niespójny ze sposobem traktowania długu państwowego w innych ramach legislacyjnych (sekcja 3.2). W rozporządzeniu w sprawie FRP

[47] Rada Stabilności Finansowej, 11 października 2021 r., „Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience" [„Polityczne propozycje zwiększenia odporności funduszy rynku pieniężnego"].

[48] ESMA, 8 lutego 2023 r.: „EU MMF market 2023" [„Rynek unijnych FRP w 2023 r."].

[49] Takie aktywa mogą się znaleźć wśród aktywów o tygodniowym terminie zapadalności z rezydualnym terminem zapadalności do 190 dni, o ile charakteryzują się one dużą płynnością i można je umorzyć i rozliczyć w ciągu jednego dnia roboczego.

zezwala się jednak FRP na inwestowanie do 100 % swoich aktywów w dług państwowy, a ograniczenia koncentrują się wyłącznie na zabezpieczeniach przed utratą płynności FRP o niskiej zmienności NAV i FRP długu publicznego o stałej NAV ze względu na dłuższy termin zapadalności i większą zmienność tych aktywów w porównaniu z aktywami o tygodniowym terminie zapadalności. Respondenci uczestniczący w konsultacjach wskazują również, że wielu inwestorów korzysta z FRP długu publicznego o stałej NAV z powodu braku chęci lub zdolności do inwestowania w portfele kredytowe. Wynika to zazwyczaj z konkretnych wymogów dotyczących zabezpieczenia, wymogów kapitałowych lub regulacyjnych, np. wymogów, aby stan środków finansowych był zabezpieczony wyłącznie długiem publicznym, lub wymogów regulacyjnych dotyczących aktywów płynnych wysokiej jakości. Inni inwestorzy wskazują, że chociaż inwestycje w FRP długu publicznego o stałej NAV są dokonywane z myślą o dywersyfikacji, wielkość tych rynków nie jest wystarczająco duża, aby zaspokoić potrzeby niektórych inwestorów w zakresie zarządzania płynnością.

3.2. Jednolite definicje wysokiej i wyjątkowo wysokiej płynności oraz jakości kredytowej aktywów zbywalnych

W art. 46 ust. 2 lit. d) rozporządzenia w sprawie FRP nałożono na Komisję wymóg uwzględnienia sprawozdania, o którym mowa w art. 509 ust. 3 rozporządzenia (UE) nr 575/2013.

W art. 509 ust. 3 rozporządzenia (UE) nr 575/2013 EUNB powierzono zadanie przedstawienia Komisji sprawozdania dotyczącego odpowiednich jednolitych definicji wysokiej i wyjątkowo wysokiej płynności oraz jakości kredytowej aktywów zbywalnych. Banki inwestują w te aktywa, aby spełnić regulacyjne wymogi dotyczące płynności zgodnie z zasadami określonymi przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego.

EUNB opublikował wspomniane sprawozdanie 20 grudnia 2013 r.[50], zalecając jednocześnie, aby wnioski empiryczne zostały uzupełnione jakościową/specjalistyczną oceną, opierającą się ponadto na doradztwie nadzorczym. Na podstawie empirycznej analizy szeregu aktywów finansowych będących przedmiotem obrotu w UE EUNB dokonał rozróżnienia na aktywa o wysokiej płynności i jakości oraz aktywa o wyjątkowo wysokiej płynności i jakości. Zgodnie ze standardami międzynarodowymi EUNB wydał zalecenie, aby wszystkie obligacje emitowane lub gwarantowane przez państwa Europejskiego Obszaru Gospodarczego i banki centralne w walucie krajowej, a także obligacje emitowane lub gwarantowane przez instytucje ponadnarodowe były uznawane za aktywa zbywalne charakteryzujące się wyjątkowo wysoką płynnością i jakością kredytową.

Zarządzanie ryzykiem utraty płynności w przypadku podmiotów zarządzających aktywami obejmuje szereg zabezpieczeń: rozłożone w czasie terminy zapadalności w szczególności w odniesieniu do aktywów o mniejszej płynności, dzienne i tygodniowe przedziały płynności w zależności od terminu zapadalności aktywów w portfelu, przepisy dotyczące jakości kredytowej aktywów, znajomość bazy inwestorów FRP oraz przepisy dotyczące zachowania i płynności aktywów oraz ich korelacji. Od 2017 r. zwraca się większą uwagę na wzmocnienie zarządzania ryzykiem utraty płynności, w tym poprzez prace nad testami warunków skrajnych dla FRP oraz nad przejrzystością FRP i nadzorem nad nimi, definicją

[50] „Workstream 5 (WS 5): Report on the LCR pursuant to Art 481 (1) CRR" [„Zakres prac nr 5: Sprawozdanie dotyczące wskaźnika pokrycia wypływów netto na podstawie art. 481 ust. 1 rozporządzenia w sprawie wymogów kapitałowych"] (europa.eu).

aktywów płynnych i kwalifikowalnością aktywów do spełnienia wymogów dotyczących płynności.

Zgodnie z unijnymi przepisami dotyczącymi zarządzania aktywami nie można automatycznie założyć płynności aktywów i należy przeprowadzić odpowiedni test płynności. W tym celu podmioty zarządzające aktywami muszą ustanowić odpowiedni proces zarządzania ryzykiem, który jest systematycznie poddawany przeglądowi i dostosowywany do ich strategii inwestycyjnych oraz rodzaju inwestorów (polityka „poznaj swojego klienta"). Płynność i jakość kredytowa są mierzone osobno dla każdego przypadku na poziomie instrumentów finansowych i całego portfela.

W związku z tym, mimo że niektóre aktywa mogą być uważane za charakteryzujące się wysoką lub wyjątkowo wysoką płynnością zgodnie z unijnymi ramami bankowymi, nie musi to automatycznie mieć miejsca w kontekście FRP, a do określenia płynności i jakości kredytowej aktywów funduszu wymagana byłaby osobna analiza każdego przypadku.

3.3. Wpływ rozporządzenia w sprawie FRP na rynki finansowania krótkoterminowego

W art. 46 ust. 2 lit. e) rozporządzenia w sprawie FRP nałożono na Komisję wymóg uwzględnienia wpływu tego rozporządzenia na rynki finansowania krótkoterminowego.

FRP są częścią szerszego ekosystemu finansowania krótkoterminowego. Zamieszanie, które miało miejsce w marcu 2020 r., ujawniło pewną podatność na zagrożenia, luki w danych i niepewność regulacyjną na europejskich rynkach finansowania krótkoterminowego. Chociaż kwestie te wykraczają poza zakres rozporządzenia w sprawie FRP, nadal mają one istotne znaczenie dla prawidłowego funkcjonowania unijnych FRP.

Rynek finansowania krótkoterminowego jest rynkiem pozagiełdowym, na którym pośredniczą dealerzy. Istnieją dowody świadczące o tym, że ten rynek finansowania krótkoterminowego podlega fragmentacji i jest nieprzejrzysty[51]. Istotne informacje są rozproszone w wielu systemach obrotu, z których żaden nie jest w stanie przedstawić kompleksowego obrazu tego rynku ze względu na częściową sprawozdawczość, niejasny zakres działań, niespójną terminologię itp.

Z badania wynika również, że aktywność na rynku wtórnym (oferty kupna, oferty sprzedaży, ceny, wolumeny itp.) jest niemal całkowicie nieprzejrzysta. Utrudnia to procesy ustalania cen, powoduje nieefektywność na tych rynkach i sprawia, że FRP mają trudności z odpowiednim monitorowaniem ryzyka w sytuacji skrajnej. Uniemożliwia to również organom regulacyjnym dokładną ocenę strukturalnej płynności rynku. Większa przejrzystość mogłaby przyczynić się do zwiększenia dynamiki i odporności rynków finansowania krótkoterminowego, zmniejszając tym samym także ryzyko związane z FRP w przypadku wystąpienia bardzo skrajnych warunków.

[51] Darpeix, P., marzec 2022 r., „The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know" [„Rynek krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych w Europie: co wiemy, a czego nie wiemy?"], Authorité des Marchés Financiers, *Risk and Trend Mappings*.

Większość respondentów uczestniczących w konsultacjach, w tym respondenci z sektora finansowego i organy nadzoru, wskazała na konieczność zwiększenia przejrzystości i ułatwienia ustalania cen na rynkach krótkoterminowych papierów wartościowych przez wprowadzenie wymogu ujawniania większej ilości informacji na temat tego, co jest przedmiotem obrotu, oraz na temat kwot należności.

Ponadto, biorąc pod uwagę niższą płynność i nieprzejrzystość tego rynku, istnieje ryzyko, że napięcia rynkowe mogą zostać przeniesione na inne FRP w ramach tak zwanej dynamiki efektu domina. Aby zrealizować zlecenia umorzenia, FRP muszą inwestować w wystarczająco płynne aktywa. Takie płynne instrumenty obejmują umowy z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu (często jednodniowe), bony skarbowe i depozyty bankowe. W przypadku innych instrumentów (certyfikaty depozytowe, papiery dłużne przedsiębiorstw) nie zawsze istnieje możliwość ich szybkiej odsprzedaży (ponieważ są one zazwyczaj utrzymywane do upływu terminu zapadalności, a rynki wtórne nie są wystarczająco głębokie, co zwiększa wpływ na cenę przy ich sprzedaży), ale mają one bardzo krótki termin zapadalności. Jeśli dojdzie do paniki, FRP najpierw wykorzystają przychody z aktywów o zbliżającym się terminie zapadalności lub zakończą transakcje z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu, aby zrealizować zlecenia umorzenia. W przypadku utrzymywania się paniki FRP sprzedałyby swoje płynne aktywa bez dalszego inwestowania w instrumenty krótkoterminowe, co doprowadziłoby do nagłego wyczerpania źródeł finansowania dla przedsiębiorstw.

Co do zasady, tej dynamiki efektu domina można by uniknąć, gdyby FRP mogły inwestować swoje środki pieniężne w instrumenty, których szybkie wycofanie nie prowadziłoby do efektu domina na rynku. Jednym z instrumentów spełniających ten wymóg byłby depozyt w samym banku centralnym. Przykład takiego rozwiązania można znaleźć w Stanach Zjednoczonych, gdzie FRP mogą lokować nadwyżki środków pieniężnych w instrumencie jednodniowych umów z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych. Oprócz zapobiegania dynamice efektu domina w sytuacjach kryzysu płynności instrument ten zapewnia również sektorowi FRP Stanów Zjednoczonych przewagę w stosunku do unijnych FRP pod względem elastyczności w zarządzaniu wpływami płynności[52]. Przykładem tego był kryzys bankowy wywołany upadkiem Silicon Valley Bank, który doprowadził do wzrostu wpływów do FRP Stanów Zjednoczonych, co z kolei spowodowało późniejsze zwiększenie wykorzystania instrumentu Rezerwy Federalnej w ostatnich tygodniach marca 2023 r. Do marca 2023 r. FRP i inni kwalifikowalni uczestnicy utrzymywali w tym instrumencie ponad 2,3 bln USD[53].

3.4. Rozwój ram regulacyjnych na poziomie międzynarodowym

W art. 46 ust. 2 lit. f) rozporządzenia w sprawie FRP nałożono na Komisję wymóg uwzględnienia rozwoju ram regulacyjnych na poziomie międzynarodowym.

Wydarzenia związane z pandemią spowodowały stanowcze dążenie do dalszego wzmocnienia ram regulacyjnych FRP. Doprowadziło to do przedstawienia przez ESMA, ERRS i Radę Stabilności Finansowej kilku propozycji reformy ram regulacyjnych FRP w celu ograniczenia

[52] Decyzja o udostępnieniu dla FRP takiego instrumentu wsparcia płynności wykracza jednak poza kompetencje Komisji Europejskiej i wchodzi w zakres uprawnień EBC.

[53] „Reverse Repo Operations" [„Operacje z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu"] – BANK REZERWY FEDERALNEJ w NOWYM JORKU (newyorkfed.org).

ryzyka systemowego i zapewnienia, aby sektor FRP był w stanie sprostać potencjalnym przyszłym zaburzeniom płynności lub napięciom rynkowym. Warianty strategiczne zaproponowane przez poszczególne organy i instytucje można podzielić na następujące grupy: 1) ograniczenie ryzyka paniki (w szczególności poprzez wyeliminowanie cech niektórych FRP upodabniających je do depozytów), 2) wzmocnienie płynności FRP i ich zdolności do pokrycia strat oraz 3) środki przygotowujące na przyszłe kryzysy. Propozycje te wymieniono w tabeli 2 i szczegółowo omówiono poniżej.

Tabela 2 – Główne propozycje polityczne

Cele polityki	Propozycje polityczne	1) ESMA	2) ERRS	3) Rada Stabilności Finansowej
Ograniczenie ryzyka paniki	Zniesienie możliwości stosowania kosztu zamortyzowanego w odniesieniu do FRP o niskiej zmienności NAV	Tak	Tak	Tak
	Oddzielenie uruchomienia narzędzi zarządzania płynnością od progów regulacyjnych dotyczących FRP o niskiej zmienności NAV i FRP o stałej NAV	Tak	Tak	Tak
	Obciążenie inwestorów kosztami dokonywanych przez nich umorzeń		Tak	Tak
Wzmocnienie płynności FRP i ich zdolności do pokrycia strat	Przepisy dotyczące korzystania z narzędzi zarządzania płynnością	Tak	Tak	Tak
	Zmiany dziennego i tygodniowego wskaźnika płynności	Tak	Tak	
	Ustanowienie minimalnej stopy inwestycji w dług publiczny	Dobrowolne posiadanie	Tak	
	Zwiększenie użyteczności posiadania płynności w warunkach skrajnych	Tak	Tak	
	Wprowadzenie minimalnego salda zagrożonego			Tak
	Bufor kapitałowy			Tak
Inne środki	Udoskonalenie ram testów warunków skrajnych	Tak	Tak	
	Wsparcie zewnętrzne (uwzględnienie stanowiska ESMA w prawie)	Tak		
	Przepisy dotyczące ujawniania ratingów FRP	Tak		
	Bardziej zaawansowane wymogi dotyczące sprawozdawczości	Tak	Tak	

- „ESMA opinion to reform MMF Regulation" [„Opinia ESMA na temat reformy rozporządzenia w sprawie FRP"], 14 lutego 2022 r.
- „Recommendation of the ESRB on reform of MMF" [„Zalecenie ERRS w sprawie reformy FRP"], 25 stycznia 2022 r.
- Zalecenia Rady Stabilności Finansowej dla grupy G-20 w sprawie reform FRP, 11 października 2021 r. („Policy proposals to enhance money market fund resilience" [„Polityczne propozycje zwiększenia odporności funduszy rynku pieniężnego"]).
- Projekt zmian przepisów dotyczących FRP przedstawiony przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd Stanów Zjednoczonych 15 grudnia 2021 r. („MMF Reforms" [„Reformy FRP"]) na potrzeby konsultacji publicznych.
- Wspólny dokument otwierający debatę na temat FRP sporządzony przez Urząd Nadzoru Finansowego (FCA) i bank centralny Zjednoczonego Królestwa (Bank of England), maj 2022 r. („Resilience of Money Market Funds" [„Odporność funduszy rynku pieniężnego"]) na potrzeby konsultacji prowadzonych do 23 lipca 2022 r.

(*) propozycja wprowadzenia wymogu minimalnego poziomu posiadania aktywów o wysokiej płynności, w tym aktywów w postaci długu publicznego, oraz maksymalnego poziomu posiadania aktywów o niższej płynności w skrajnych warunkach rynkowych (np. 40 % w certyfikatach depozytowych i papierach dłużnych przedsiębiorstw w sektorze prywatnym).
(**) Bank of England i FCA rozważają przeprowadzenie konsultacji w sprawie usunięcia stabilnej NAV z FRP o niskiej zmienności NAV. FRP o niskiej zmienności NAV obowiązywałyby podobne przepisy jak krótkoterminowe FRP o zmiennej NAV. Organy te rozważają również zmniejszenie wielkości rynku FRP długu publicznego o stałej NAV.

3.4.1. Ograniczenie ryzyka paniki

Międzynarodowe organizacje i organy nadzoru, takie jak ERRS i ESMA, wydały zalecenie, aby FRP o niskiej zmienności NAV stały się funduszami o zmiennej NAV, na wzór Stanów Zjednoczonych[54]. Taka zmiana miałaby na celu zmniejszenie ryzyka paniki spowodowanej efektami progu poprzez ograniczenie możliwości umorzenia przez inwestorów jednostek z FRP po stałych cenach, które w okresach napięć rynkowych niekoniecznie odzwierciedlają bieżące wyceny rynkowe aktywów bazowych. W tym celu proponują one wprowadzenie zakazu stosowania księgowania według kosztu zamortyzowanego i związanego z tym zaokrąglenia do dwóch miejsc po przecinku, co pozwala FRP o niskiej zmienności NAV oferować stabilną cenę umorzenia.

Ten wariant strategiczny oznaczałby jednak radykalną zmianę dla rynku unijnych FRP, a w szczególności zanik rynku FRP o niskiej zmienności NAV. Przejście ze stabilnej na zmienną NAV spowodowałoby usunięcie cech tych produktów upodabniających je do depozytów, co jest jednym z głównych celów, które inwestorzy podają jako powód korzystania z tych FRP. Większość respondentów uczestniczących w konsultacjach była raczej krytyczna wobec rezygnacji z FRP o niskiej zmienności NAV. Większość respondentów dostrzegała ryzyko, że w takim przypadku część inwestorów opuści rynek FRP. Ograniczona dostępność efektywnych gospodarczo alternatyw i substytutów dla FRP o niskiej zmienności NAV może skłonić inwestorów do korzystania z produktów regulowanych w mniejszym stopniu.

W ramach rozwiązania alternatywnego obecni inwestorzy w FRP o niskiej zmienności NAV mogliby inwestować w FRP długu publicznego o stałej NAV (aktualnie 11 % rynku), w FRP o zmiennej NAV (w szczególności krótkoterminowe FRP o zmiennej NAV) lub bezpośrednio na rynku krótkoterminowym. Z odpowiedzi uzyskanych w ramach konsultacji z zainteresowanymi stronami wynika jednak, że segment FRP długu publicznego o stałej NAV jest zbyt mały, aby zaspokoić potrzeby inwestorów w zakresie zarządzania płynnością oraz że nie spełnia ich wymogów dotyczących płynności. Respondenci wskazują ponadto, że wyeliminowanie FRP o niskiej zmienności NAV spowodowałoby wzrost konkurencji w obszarze aktywów publicznych, które są wykorzystywane przez banki jako aktywa płynne charakteryzujące się wysoką jakością, a także przez wielu innych inwestorów do celów zarządzania płynnością.

Niektórzy respondenci zwracają uwagę, że krótkoterminowe FRP o zmiennej NAV mogłyby być rozwiązaniem alternatywnym, ale wskazują na niepewność co do księgowego podejścia do nich jako „środków pieniężnych i ekwiwalentów środków pieniężnych" w różnych jurysdykcjach. Co więcej, takie zmiany miałyby również skutki podatkowe. Większość respondentów uczestniczących w konsultacjach wskazuje, że korzystaliby z depozytów bankowych jako alternatywnych instrumentów w przypadku, gdyby FRP o niskiej zmienności NAV nie były już dostępne, mimo że depozyty bankowe spowodowałyby wzrost ryzyka

[54] Komisja Papierów Wartościowych i Giełd Stanów Zjednoczonych postąpiła w ten sposób w 2016 r. Reforma przeprowadzona przez Komisję Papierów Wartościowych wymagała, aby wszystkie instytucjonalne FRP typu *prime* (czyli niepubliczne FRP wykorzystywane przez inwestorów instytucjonalnych) przeszły na zmienną NAV. W wyniku tej reformy aktywa zainwestowane w te FRP Stanów Zjednoczonych znacznie się zmniejszyły w latach poprzedzających wdrożenie tych reform, co było korzystne dla publicznych FRP Stanów Zjednoczonych (które charakteryzuje stabilna NAV).

kredytowego kontrahenta i znacznie ograniczyły dywersyfikację ryzyka w porównaniu ze zdywersyfikowanymi portfelami zapewnianymi przez FRP.

Ogólnie rzecz biorąc, respondenci uczestniczący w konsultacjach docenili użyteczność FRP o niskiej zmienności NAV, a w szczególności operacyjną prostotę użytkowania dla inwestorów ze względu na możliwość zaokrąglenia ceny udziału z zachowaniem górnego i dolnego pułapu na poziomie 20 punktów bazowych. Respondenci obawiali się, że gdyby FRP o niskiej zmienności NAV przestały być dostępne, brakowałoby alternatywnych możliwości inwestycji i dywersyfikacji ryzyka. Należy również wziąć pod uwagę odporność FRP o niskiej zmienności NAV podczas zamieszania, które miało miejsce w marcu 2020 r., ponieważ w tym okresie żadne FRP o niskiej zmienności NAV nie uruchomiły narzędzi zarządzania płynnością ani nie przekształciły się w FRP o zmiennej NAV.

3.4.2. Wzmocnienie płynności FRP i ich zdolności do pokrycia strat

Organy ostrożnościowe i organy nadzoru przedstawiły szereg wariantów strategicznych mających na celu dalsze wzmocnienie zdolności FRP do sprostania wysokiej liczbie (wysokiemu wolumenowi) zleceń umorzenia oraz do ochrony interesu publicznego i stabilności finansowej.

Mimo że rozporządzenie w sprawie FRP nie przewiduje automatycznego związku między stosowaniem narzędzi zarządzania płynnością a poziomami płynności, naruszenie minimalnego poziomu posiadania WMA wynoszącego 30 % może potencjalnie spowodować nałożenie ograniczeń dotyczących umorzeń lub opłat. Wydaje się, że skłoniło to zarządzających funduszami do niekorzystania z posiadanych WMA do finansowania większej liczby zleceń umorzenia w marcu 2020 r. z obawy, że naruszenie minimalnego poziomu WMA doprowadzi do dalszych zleceń umorzenia, ponieważ inwestorzy spodziewali się wprowadzenia narzędzi zarządzania płynnością. Pełne rozdzielenie potencjalnego stosowania narzędzi zarządzania płynnością od naruszeń minimalnego poziomu posiadanej płynności mogłoby zatem zwiększyć zdolność zarządzających funduszami do finansowania większej liczby umorzeń w okresach występowania warunków skrajnych. Propozycja ta znalazła jak dotąd największe poparcie wśród zainteresowanych stron.

Propozycja złagodzenia obowiązujących ograniczeń dotyczących kwalifikowalnych aktywów w postaci długu publicznego w ramach przedziałów płynności ma silne poparcie EBC, który chce, aby inwestycje w te aktywa były obowiązkowe. Opinie zainteresowanych stron na temat wiążącego charakteru i poziomów inwestycji w takie aktywa są podzielone. Wynika to ze zmiennego wpływu takich inwestycji na rentowność FRP i dostępność kwalifikowalnego długu publicznego. Zainteresowane strony wyrażają również pewne obawy co do przeniesienia ryzyka utraty płynności na rynek długu państwowego. Chociaż dług publiczny może służyć jako zasadnicze narzędzie zarządzania płynnością w odniesieniu do FRP, niedawny kryzys w Zjednoczonym Królestwie pokazał, że nie jest on odporny na przypadki zmienności cen. Istnieje ponadto ryzyko, że zwiększenie obowiązujących ograniczeń dotyczących kwalifikowalnych aktywów w postaci długu publicznego doprowadziłoby do nadmiernej koncentracji inwestycji FRP w te papiery wartościowe, podczas gdy dywersyfikacja inwestycji w różne klasy aktywów jest istotnym zabezpieczeniem.

Ogólnie rzecz biorąc, propozycje zwiększenia minimalnego poziomu posiadania aktywów płynnych, choć zasadniczo nie budzą kontrowersji, są trudne do wdrożenia i mogą mieć niezamierzone konsekwencje. Mimo że przepisy dotyczące wskaźnika pokrycia wypływów netto przewidują definicję aktywów płynnych charakteryzujących się wysoką jakością,

w sektorze zarządzania aktywami trudno jest zdefiniować aktywa płynne (np. obligacje skarbowe także mogą podlegać skrajnym warunkom rynkowym). Co więcej, zarządzający FRP zarządzają płynnością z wykorzystaniem całościowego podejścia, w tym rozłożonych w czasie terminów zapadalności, korzystania z transakcji z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu oraz cech swojej bazy inwestorów (w tym koncentracji inwestorów). Dodatkowe surowe progi wprowadziłyby ponadto restrykcyjność we wdrażaniu strategii podmiotów zarządzających aktywami dotyczących zarządzania ryzykiem utraty płynności, w tym testów warunków skrajnych, co mogłoby spowodować niezamierzone skutki.

Wśród zainteresowanych stron istnieją podzielone opinie, wynikające z roli i funkcji FRP, na temat rzeczywistego wpływu zaleceń, aby zapewnić podmiotom zarządzającym funduszami możliwość przeniesienia kosztów umorzeń na inwestorów (poprzez nałożenie różnego rodzaju narzędzi zarządzania płynnością na podstawie cen, znanych również jako ustalanie ruchomych cen), zgodnie z zaleceniami Rady Stabilności Finansowej i ERRS oraz zaleceniami przedstawionymi przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd Stanów Zjednoczonych. Zgodnie z zaleceniami Rady Stabilności Finansowej i ERRS propozycja zmiany dyrektywy dotyczącej zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (dyrektywa w sprawie ZAFI) i dyrektywy w sprawie UCITS ma na celu rozszerzenie zakresu narzędzi zarządzania płynnością dostępnych dla funduszy w UE i zharmonizowanie sposobów ich stosowania. Unijne FRP odniosą korzyści ze zmian dyrektyw w sprawie ZAFI i UCITS, zgodnie z którymi podmioty zarządzające aktywami będą mogły wybierać najbardziej odpowiednie narzędzia zarządzania płynnością ze specjalnego wykazu.

Propozycje zwiększenia zdolności FRP do pokrycia strat zostały przedstawione przez Radę Stabilności Finansowej i obejmowały nałożenie ograniczeń na udziały, które można natychmiast umorzyć (jest to tzw. „minimalne saldo zagrożone”), oraz wymóg, aby FRP utrzymywały bufory kapitałowe, na przykład poza FRP na rachunku powierniczym finansowanym przez zarządzających funduszem. Tego rodzaju rozwiązania zmniejszyłyby przewagę pioniera wśród inwestorów, ponieważ ograniczyłyby ryzyko poniesienia strat przez pozostałych inwestorów. Takie rozwiązania są jednak albo niesprawdzone i zależą od znacznych dostosowań operacyjnych (w przypadku „minimalnego salda zagrożonego”), albo zwiększyłyby koszty funkcjonowania FRP, a tym samym prawdopodobnie spowodowałyby zamknięcie niektórych funduszy (w przypadku buforów kapitałowych) i niższe zyski dla inwestorów.

3.4.3. Inne środki

ESMA i Rada Stabilności Finansowej przedstawiły również szereg dodatkowych środków, które nie są bezpośrednio związane z funkcjonowaniem FRP i warto poddać je dalszej ocenie. Dotyczą one głównie sprawozdawczości i testów warunków skrajnych. Podobnie dalszej ocenie można poddać inne propozycje zainteresowanych stron, takie jak zwiększenie nadzoru.

3.5. Możliwość wprowadzenia minimalnego 80-procentowego progu unijnego długu publicznego

W art. 46 ust. 2 rozporządzenia w sprawie FRP nałożono na Komisję wymóg ocenienia możliwości wprowadzenia 80-procentowego progu unijnego długu publicznego.

W sprawozdaniu tym uwzględnia się dostępność krótkoterminowych instrumentów unijnego długu publicznego i ocenia się, czy FRP o niskiej zmienności NAV mogą być właściwą

alternatywą dla FRP długu publicznego o stałej NAV ukierunkowanych na instrumenty w innych walutach.

W motywie 56 rozporządzenia w sprawie FRP stwierdzono, że taki próg może być uzasadniony z punktu widzenia nadzoru ostrożnościowego, biorąc pod uwagę, że „emisja unijnych krótkoterminowych instrumentów długu publicznego regulowana jest prawem Unii". Istnieją jednak dwie zasadnicze trudności, przez które wprowadzenie takiego progu nie jest możliwe w praktyce.

Pierwszą trudnością jest niezgodność między, z jednej strony, FRP długu publicznego o stałej NAV dostępnymi obecnie w UE (które są w większości denominowane w USD lub GBP, przy czym istnieje tylko jeden stosunkowo niewielki FRP długu publicznego o stałej NAV denominowany w EUR[55]) a denominacją długu publicznego w UE z drugiej strony. Z danych przedstawionych w publikacji Darpeix[56] wynika, że zdecydowana większość (około 90 %) krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez państwa UE (niezależnie od tego, czy należą one do strefy euro, czy też nie) jest denominowana w EUR, a jedynie około 5 % w USD. Niezgodność między denominacją samych funduszy a dostępnymi instrumentami długu publicznego oznacza, że FRP unijnego długu publicznego o stałej NAV inwestują głównie w instrumenty emitowane przez USA i Zjednoczone Królestwo[57].

Wyniki konsultacji publicznych wskazują, że nawet gdyby wprowadzono próg unijnego długu publicznego, inwestorzy w FRP o stałej NAV denominowane w USD i GBP prawdopodobnie nie przeszliby na FRP długu publicznego denominowane w EUR z dwóch głównych powodów.

- Po pierwsze, ponieważ klienci biorą pod uwagę głównie aspekty ryzyka związanego z obligacjami państwowymi i ryzyka walutowego łącznie. Na przykład klienci inwestujący w FRP denominowane w USD chcą mieć ekspozycję na dług i walutę USA, a nie na dług i walutę UE. Jest to również ściśle związane z gospodarczą funkcją FRP polegającą na przechowywaniu płynności w danej walucie.
- Po drugie, ponieważ istnieje ryzyko związane z niewielką dywersyfikacją i stosunkowo niską płynnością krótkoterminowego długu publicznego denominowanego w EUR. Z informacji zwrotnych od zainteresowanych stron wynika, że FRP wolą inwestować w aktywa o terminie zapadalności krótszym niż 3 miesiące, co jest trudne do osiągnięcia przy obecnym rynku długu publicznego denominowanego w EUR.

Druga trudność polega na tym, że taki próg mógłby mieć negatywny wpływ na stabilność finansową. Banki potrzebują ekspozycji na dług publiczny, aby spełnić wymogi dotyczące płynności przewidziane w regulacjach Bazylea II. Wprowadzenie minimalnego 80-procentowego progu unijnego długu publicznego oznaczałoby, że FRP byłyby ukierunkowane

---

55 Na podstawie danych ESMA, 8 lutego 2023 r.: „EU MMF market 2023" [„Rynek unijnych FRP w 2023 r."].

56 Darpeix, P., marzec 2022 r., „The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know" [„Rynek krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych w Europie: co wiemy, a czego nie wiemy?"], Authorité des Marchés Financiers, *Risk and Trend Mappings*.

57 Z różnych powodów FRP zazwyczaj nie łączą różnych walut. Chociaż do pewnego stopnia mogłyby to zrobić, zabezpieczając ekspozycje na ryzyko walutowe za pomocą walutowych instrumentów pochodnych, w praktyce stałoby się to zbyt kosztowne.

na te same instrumenty co banki. W związku z tym istniałoby wielu inwestorów inwestujących w tę samą klasę aktywów, co zwiększyłoby ryzyko efektu domina i niestabilności finansowej w sytuacjach kryzysowych ze względu na wspólne ekspozycje bazowe wzmacniające więź między ryzykiem finansowym i ryzykiem związanym z obligacjami państwowymi.

W świetle powyższej analizy zasadność wprowadzenia minimalnego 80-procentowego progu unijnego długu publicznego w odniesieniu do unijnych FRP pozostaje wątpliwa. Nawet bez wprowadzenia takiego progu na rynku może jednak pojawić się więcej FRP długu publicznego o stałej NAV ukierunkowanych na EUR w związku z niedawnym wzrostem stóp procentowych w strefie euro, co może pomóc w umieszczeniu większej ilości krótkoterminowego długu państwowego denominowanego w EUR w FRP unijnego długu publicznego o stałej NAV.

4. WNIOSKI

Niniejsze sprawozdanie stanowi wykonanie obowiązku prawnego, nałożonego na Komisję na mocy art. 46 ust. 1 i 2 rozporządzenia w sprawie FRP, do przedłożenia Parlamentowi Europejskiemu i Radzie sprawozdania dotyczącego przeglądu adekwatności rozporządzenia w sprawie FRP z ostrożnościowego i gospodarczego punktu widzenia.

Ze sprawozdania wynika, że rozporządzenie w sprawie FRP pomyślnie przeszło test zaburzeń płynności, których FRP doświadczyły podczas zamieszania na rynku związanego z COVID-19 w marcu 2020 r., oraz okres niedawnych podwyżek stóp procentowych i związanej z nimi ponownej wyceny aktywów finansowych. Żaden z unijnych FRP nie musiał wprowadzać opłat za umorzenie lub ograniczeń dotyczących umorzeń, ani zawieszać umorzeń w tych okresach warunków skrajnych. Podobnie unijne FRP ukierunkowane na aktywa denominowane w GBP wytrzymały presję umorzeniową związaną z warunkami skrajnymi na rynku brytyjskich obligacji skarbowych we wrześniu 2022 r.

Doświadczenia te wskazują, że zabezpieczenia przewidziane w rozporządzeniu w sprawie FRP funkcjonują zgodnie z założeniami. Należą do nich zabezpieczenia, które zostały opracowane z myślą o umożliwieniu FRP o stabilnej NAV (FRP o stałej NAV i FRP o niskiej zmienności NAV) dalszego stosowania, pod pewnymi warunkami, metody kosztu zamortyzowanego bez stwarzania ryzyka systemowego i powodowania szkód dla inwestorów.

Wprowadzając specjalny system, rozporządzenie w sprawie FRP znacznie wzmocniło ramy regulacyjne dotyczące FRP w UE, które to fundusze wcześniej podlegały różnym przepisom. Po 5 latach stosowania rozporządzenia w sprawie FRP w niniejszym sprawozdaniu wskazano jednak niedociągnięcia, które należy poddać dalszej ocenie. W szczególności z wyników konsultacji z zainteresowanymi stronami i niedawnych zmian na rynku wynika, że może istnieć możliwość dalszego zwiększenia odporności unijnych FRP, zwłaszcza poprzez oddzielenie potencjalnego uruchomienia narzędzi zarządzania płynnością od regulacyjnych progów płynności. W niniejszym sprawozdaniu zwrócono ponadto uwagę na problemy strukturalne, które są zewnętrzne w stosunku do FRP, a zatem również wobec rozporządzenia w sprawie FRP, w tym problemy związane z bazowymi rynkami krótkoterminowymi. Te problemy strukturalne warto byłoby poddać dalszej ocenie, a obecnie są one również przedmiotem bardziej dogłębnej analizy na poziomie Rady Stabilności Finansowej.

Co więcej, unijne FRP odniosą korzyści z trwającego przeglądu dyrektyw w sprawie ZAFI i UCITS[58], który ma na celu wprowadzenie nowych zharmonizowanych przepisów służących zwiększeniu dostępności narzędzi zarządzania płynnością dla funduszy inwestycyjnych typu otwartego. Te nowe ramy dotyczące narzędzi zarządzania płynnością jeszcze bardziej wzmocnią odporność zarządzania płynnością unijnych FRP w sytuacjach warunków skrajnych.

[58] Wynika to z faktu, że FRP działające w UE muszą mieć siedzibę w Unii i spełniać wymogi określone w dyrektywie w sprawie ZAFI lub dyrektywie w sprawie UCITS. Z wnioskiem Komisji można zapoznać się pod adresem: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Financial-services-review-of-EU-rules-on-alternative-investment-fund-managers_pl