EVROPSKA
KOMISIJA

Bruselj, 20.7.2023
COM(2023) 452 final

POROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU IN SVETU

o ustreznosti Uredbe (EU) 2017/1131 Evropskega parlamenta in Sveta o skladih denarnega trga z vidika skrbnega in varnega poslovanja ter z gospodarskega vidika

KAZALO

1. UVOD ... 3

1.1. Ozadje ... 3

1.2. Pravna podlaga za poročilo ... 4

1.3. Metodologija in postopek posvetovanja ... 4

2. SEKTOR SKLADOV DENARNEGA TRGA DANES ... 5

2.1. Ključne spremembe, ki jih je uvedla uredba o skladih denarnega trga ... 5

2.2. Struktura trga danes ... 7

2.3. Nedavni razvoj trga in pridobljena spoznanja ... 11

3. USTREZNOST UREDBE O SKLADIH DENARNEGA TRGA Z VIDIKA SKRBNEGA IN VARNEGA POSLOVANJA TER Z GOSPODARSKEGA VIDIKA ... 15

3.1. Skladi denarnega trga in dolžniški instrumenti, ki jih izdajo ali za katere jamčijo države članice EU. ... 16

3.2. Enotna opredelitev visoke in izjemno visoke likvidnosti ter kreditne kakovosti prenosljivih sredstev ... 17

3.3. Učinek uredbe o skladih denarnega trga na trge za kratkoročno financiranje ... 18

3.4. Regulativni razvoj na mednarodni ravni ... 19

3.4.1. Zmanjševanje tveganja odtekanja ... 20

3.4.2. Krepitev likvidnosti skladov denarnega trga in njihove zmožnosti pokrivanja izgub ... 21

3.4.3. Drugi ukrepi ... 22

3.5. Izvedljivost vzpostavitve kvote vsaj 80 % javnega dolga EU ... 23

4. SKLEPI ... 24

OKRAJŠAVE

AIFMD	Direktiva o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov
CNAV	Sklad denarnega trga s konstantno neto vrednostjo sredstev (NVS)
ECB	Evropska centralna banka
ESMA	Evropski organ za vrednostne papirje in trge
ESRB	Evropski odbor za sistemska tveganja
EUR	Euro
FSB	Odbor za finančno stabilnost
GBP	Britanski funt
LVNAV	Sklad denarnega trga z manjšim nihanjem neto vrednosti sredstev (NVS)
MMF	Sklad denarnega trga
Uredba o skladih denarnega trga	Uredba (EU) 2017/1131 o skladih denarnega trga
NVS	Neto vrednost sredstev
NCA	Pristojni nacionalni organi
USD	Ameriški dolar
KNPVP	Kolektivni naložbeni podjemi za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje
VNAV	Sklad denarnega trga s spremenljivo neto vrednostjo sredstev (NVS)
WMA	Tedensko zapadla sredstva

1. UVOD

1.1. Ozadje

Uredba (EU) 2017/1131 o skladih denarnega trga (v nadaljnjem besedilu: uredba o skladih denarnega trga) je bila predlagana po svetovni finančni krizi, ki je razkrila nekatere slabosti finančnih trgov in njihovih regulativnih ureditev po svetu. Navedena uredba je od januarja 2019, ko se je začela uporabljati, na podlagi priporočil FSB, Mednarodnega združenja nadzornikov trga vrednostnih papirjev (IOSCO)[1] in Evropskega odbora za sistemska tveganja (ESRB) močno okrepila regulativno ureditev za sklade denarnega trga v EU.

Novi regulativni okvir je bil testiran med zaostrenimi razmerami na trgu, povezanimi s pandemijo COVID-19. Te zaostrene razmere so zaradi razlik v strukturi trgov skladov denarnega trga (npr. prevladujoče vrste skladov denarnega trga, profili vlagateljev in temeljne naložbe) ter drugih razlik v regulativnem okviru za sklade denarnega trga med jurisdikcijami različno učinkovale na sklade denarnega trga. Glavne centralne banke, kot sta ECB in ameriška centralna banka, so sprejele različne ukrepe za ublažitev učinkov, vključno z neposrednimi nakupi komercialnih zapisov[2] na primarnih in sekundarnih trgih, s katerimi so bankam zagotovile posojila za nakup sredstev od skladov denarnega trga (ameriška centralna banka) in razširile upravičenost do zavarovanja za operacije refinanciranja na nezavarovane bančne obveznice (ECB). S temi posegi sta se izboljšala likvidnost in zaupanje v kratkoročne dolžniške trge, kar je prispevalo tudi k upočasnitvi odkupov od skladov denarnega trga. Čeprav je bilo marca 2020 in v drugih obdobjih zaostrenih razmer na trgu precej odlivov iz določenih vrst skladov denarnih trgov, nobenemu skladu denarnega trga v EU ni bilo treba uvesti provizij za odkup ali omejitev odkupa[3] oziroma začasno ustaviti odkupov.

Po zaostrenih razmerah na trgu zaradi pandemije COVID-19 so začeli svetovni in evropski bonitetni organi pripravljati predloge politike za povečanje odpornosti skladov denarnega trga. Zlasti FSB[4], ESRB[5] in ESMA[6] so predlagali več reform za zagotovitev, da skladi denarnega trga v obdobjih zaostrenih razmer ne utrpijo prevelikih likvidnostnih pretresov. Eden od navedenih predlogov je odpraviti možnost uporabe obračunavanja po metodi odplačne vrednosti za sklade denarnega trga z manjšim nihanjem neto vrednosti sredstev. Vendar bi lahko to zmanjšalo učinkovitost skladov denarnega trga kot alternativ bančnim

---

1 IOSCO je izvedlo medsebojni strokovni pregled izvajanja reform sklada denarnega trga v različnih jurisdikcijah in 20. novembra 2020 objavilo tematski pregled doslednosti izvajanja reform sklada denarnega trga. V poročilu je potrjena visoka stopnja skladnosti doseženih regulativnih ciljev s prvotnimi priporočili.

2 Komercialni zapis: nezavarovana obljuba o plačilu določenega zneska na navedeni dan zapadlosti, izdana na obrazcu prinositelja (MDS; 2003). Komercialne zapise večinoma izdajajo nefinančna podjetja.

3 Provizije za odkup kot orodje za upravljanje likvidnosti, ki običajno nalaga pavšalno pristojbino vlagateljem, ki prodajajo deleže sklada (ponavadi v vnaprej določenem obdobju). Omejitev odkupa je orodje za upravljanje likvidnosti, ki vlagateljem v sklad preprečuje, da bi v določenem obdobju odpoklicali delež svojega kapitala.

4 FSB, 11. oktober 2021, „Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience“ (Predlogi politike za izboljšanje odpornosti skladov denarnega trga).

5 ESRB, 2. december 2021, Priporočila o reformi skladov denarnega trga.

6 ESMA, 14. februar 2022, „ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation“ (Mnenje ESMA o pregledu uredbe o skladih denarnega trga).

depozitom za upravljanje likvidnosti in omejilo možnosti podjetij za upravljanje denarnih sredstev[7].

1.2. Pravna podlaga za poročilo

To poročilo je pripravljeno v skladu s členom 46(1) uredbe o skladih denarnega trga, ki vsebuje zahtevo, da mora Komisija oceniti delovanje uredbe o skladih denarnega trga na podlagi analize sedanjih pravil z vidika skrbnega in varnega poslovanja ter z gospodarskega vidika, ter na podlagi posvetovanj z ESMA in, kjer je primerno, z ESRB ter v skladu s členom 6(2), ki določa pogoje, ki jih je v tem poročilu treba upoštevati. V navedenem členu je tudi zahtevano, da mora Komisija oceniti, ali je treba spremeniti ureditev za sklade denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga in sklade denarnega trga z manjšim nihanjem NVS.

1.3. Metodologija in postopek posvetovanja

To poročilo se opira na več študij, ki so jih izvedli evropski in mednarodni organi. Tako za poročilo FSB[8] kot tudi za mnenje ESMA[9] so bile izredno koristne povratne informacije deležnikov. Zadnja poročila in priporočila ESRB[10] vsebujejo obsežne nabore podatkov in dokazov, ki so jih pridobili nadzorni organi. ECB je objavila oceno učinkovitosti regulativnega okvira EU z vidika finančne stabilnosti, in sicer na podlagi obnašanja skladov denarnega trga med krizo zaradi COVID-19[11]. Dodaten vir informacij za to poročilo so akademski članki.

Komisija je med 12. aprilom in 20. majem 2022 izvedla posvetovanja z deležniki, da bi pridobila njihova stališča glede delovanja uredbe o skladih denarnega trga[12]. Skupaj je sodelovalo 48 anketirancev. Več kot dve tretjini sta navedli, da uredba o skladih denarnega trga učinkovito dosega ključne začrtane cilje, povezane z zagotavljanjem likvidnosti, krepitvijo varstva potrošnikov, preprečevanjem tveganja širjenja negativnih učinkov ter izboljševanjem preglednosti, nadzora in finančne stabilnosti enotnega trga. Ti anketiranci menijo, da uredba o skladih denarnega trga prispeva k vključevanju kapitalskih trgov in zagotavlja večjo odpornost skladov denarnega trga, zlasti s pravili o kreditni kakovosti[13] in sestavi sredstev[14]. Povratne informacije, prejete od deležnikov, kažejo tudi na to, kako pomembna sta zagotavljanje skladnih pravil na ravni EU in krepitev nadzora. Poleg tega čezmejnim vlagateljem veliko pomeni, da jim uredba o skladih denarnega trg omogoča

---

7 Skladi denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente zasebnega dolga imajo značilnosti, podobne depozitom, vlagajo v obveznosti, ki jih izdajo banke, uporabljajo pa jih nefinančna podjetja kot instrument za upravljanje likvidnosti.

8 FSB, 11. oktober 2021, „Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience“ (Predlogi politike za izboljšanje odpornosti skladov denarnega trga).

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

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

11 ECB, oktober 2022, „Is the EU Money Market Fund Regulation fit for purpose? Lessons from the COVID-19 turmoil“ (Ali uredba EU o skladih denarnega trga ustreza svojemu namenu? Spoznanja iz pretresov zaradi pandemije COVID-19), serija delovnih dokumentov, št. 2737.

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

13 Členi 19 do 23 Uredbe (EU) 2017/1131 (uredba o skladih denarnega trga).

14 Členi 8 do 18 Uredbe (EU) 2017/1131 (uredba o skladih denarnega trga).

globalno upravljanje denarnih sredstev po standardnem postopku, tako z vidika računovodstva kot tudi obvladovanja tveganja.

2. SEKTOR SKLADOV DENARNEGA TRGA DANES

2.1. Ključne spremembe, ki jih je uvedla uredba o skladih denarnega trga

Večina skladov denarnega trga v EU je pred uvedbo uredbe o skladih denarnega trga delovala v skladu s pravili direktive o KNPVP[15], njenimi izvedbenimi akti in smernicami ter panožnimi kodeksi ravnanja. Veliko skladov denarnega trga v EU ima sedež v Franciji, na Irskem in v Luksemburgu. Luksemburg in Irska sta razvila sektor skladov denarnega trga s konstantno NVS v tujih valutah, ki so namenjeni institucionalnim vlagateljem iz držav zunaj EU.

Z uredbo o skladih denarnega trga je bila uvedena namenska in bistveno bolj razvita regulativna ureditev za sklade denarnega trga v EU. Njen namen je bil zlasti nasloviti izzive, povezane s kreditnimi in likvidnostnimi tveganji, s katerimi so se skladi denarnega trga spoprijemali med krizo leta 2008. Z usklajevanjem bistvenih produktnih značilnosti, ki so sestavljale sklad denarnega trga, je bila z navedenim okvirom vzpostavljena enotna raven varstva vlagateljev, in sicer s pravili o upravljanju likvidnosti in likvidnostnih tveganj, vključno z likvidnostnimi rezervami, sredstvi, v katere lahko skladi denarnih trgov vlagajo, razpršenostjo, vrednotenjem in notranjo oceno kreditne kakovosti. Izboljšala se je tudi preglednost za vlagatelje in nadzor, med drugim s celovitim poročanjem pristojnim nacionalnim organom.

Poleg tega je v uredbi o skladih denarnega trga izrecno prepovedana „zunanja podpora“, da se prepreči širjenje negativnih učinkov med sektorjem skladov denarnega trga in preostalim finančnim sektorjem. Politika poznavanja lastnih strank od upraviteljev vseh vrst skladov denarnega trga zahteva, da predvidijo vpliv sočasnih odkupov več vlagateljev. Vsi upravitelji morajo prilagoditi dejansko raven likvidnosti specifičnim potrebam po denarnih sredstvih svojih strank kadar koli v obračunskem obdobju.

Z uredbo o skladih denarnega trga je bila ustvarjena nova vrsta sklada denarnega trga, in sicer sklad z manjšim nihanjem NVS, ki je nadomestil sklade s konstantno NVS za naložbe v instrumente zasebnega dolga. Skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS lahko podobno kot skladi denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga uporabljajo obračunavanje po metodi odplačne vrednosti in tako ponudijo stabilno ceno ob odkupu, vendar le, če vrednost osnovnih sredstev ne odstopa za več kot 20 bazičnih točk od tržne vrednosti neto sredstev sklada[16]. Dnevno sta objavljeni dve vrednosti. Če je odstopanje

[15] Direktiva 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjemih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP).

[16] Razpoznavna značilnost skladov denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga in skladov denarnega trga z manjšim nihanjem NVS je NVS, zaokrožena na dve decimalni mesti, kar pa je mogoče samo pri odstopanjih do 20 bazičnih točk pri skladih denarnega trga z manjšim nihanjem NVS (v primerjavi s štirimi decimalnimi mesti pri skladih denarnega trga s spremenljivo NVS). Zaokroževanje pomeni, da vlagateljem ob odkupu deležev v portfelju ni treba pripoznati zelo majhnih neuresničenih kapitalskih dobičkov in izgub.

večje kot 20 bazičnih točk, mora sklad denarnega trga z manjšim nihanjem NVS preiti s konstantne NVS na spremenljivo NVS[17].

Uskladitev z uredbo o skladih denarnega trga je od upraviteljev sredstev terjala nekaj pravnih in operativnih stroškov, saj so morali obstoječe sklade prenesti v novo ureditev, povečati preglednost, izboljšati svoje postopke obvladovanja tveganj ter skrbno spremljati svoje naložbe in povezana kreditna in likvidnostna tveganja, da bi zagotovili skladnost z zahtevami glede likvidnosti. Stroški so nastali tudi tretjim distributerjem, platformam in skrbnikom. Vlagatelji v sklade denarnega trga so morali vložiti več časa in virov, da so vzpostavili naložbene politike, kontrolo in nadzor nad okvirjem, sisteme zakladnice in računovodske postopke ter zagotovili, da so bili revizorji zadovoljni z novimi strukturami sklada denarnega trga z vidika denarja in denarnih ustreznikov. Vendar rezultati posvetovanj niso pokazali na prekomerne stroške in razkrili večjih možnosti poenostavitve.

Evropska stanovska organizacija nacionalnih združenj podjetij je v svoji študiji o tržnih vpogledih oktobra 2020 ugotovila, da so stroge regulativne zahteve iz uredbe o skladih denarnega trga in povečani stroški skladnosti z zakonodajo povzročili 16-odstotni upad števila skladov denarnega trga KNPVP v prvem četrtletju leta 2019, saj se je več upraviteljev sredstev odločilo, da ukinejo svoje sklade denarnega trga, zlasti manjše, ali jih preoblikujejo v sklade kratkoročnih obveznic. Poleg tega določeni skladi niso več izpolnjevali strogih regulativnih zahtev iz uredbe o skladih denarnega trga in se zato niso več šteli za sklade denarnega trga. Evropski skladi denarnega trga so kljub zmanjšanju po številu v letih 2019 in 2020 zabeležili visoke neto prilive.

Preglednica 1: Ključne značilnosti skladov denarnega trga v EU in zaščitni ukrepi zanje

	Kratkoročni sklad denarnega trga			**Standardni sklad denarnega sklada**
	Stabilna NVS		**Spremenljiva neto vrednost sredstev (NVS)**	
Ime	Konstantna neto vrednost sredstev za naložbe v instrumente javnega dolga (konstantna NVS za naložbe v instrumente javnega dolga)[18]	Neto vrednost sredstev z manjšim nihanjem[19]	Kratkoročni sklad denarnega trga s spremenljivo NVS[20]	Standardni sklad denarnega trga s spremenljivo NVS[21]
Javni dolg	Najmanj 99,5 % v instrumentih javnega dolga, povratnih repo poslih, zavarovanih z instrumenti javnega dolga, in v denarnih sredstvih	Dovoljeno		

[17] Uredba o skladih denarnega trga uvaja več drugih pravil glede portfelja in vrednotenja, ki so namenjene varstvu vlagateljev in stabilnosti finančnega trga.

[18] Sklad denarnega trga s konstantno neto vrednostjo sredstev za naložbe v instrumente javnega dolga v skladu s členom 2(11) uredbe o skladih denarnega trga.

[19] Sklad denarnega trga z manjšim nihanjem neto vrednosti sredstev v skladu s členom 2(12) uredbe o skladih denarnega trga.

[20] Sklad denarnega trga s spremenljivo NVS kot kratkoročni sklad denarnega trga v skladu s členom 2(14) uredbe o skladih denarnega trga.

[21] Sklad denarnega trga s spremenljivo NVS kot standardni sklad denarnega trga v skladu s členom 2(15) uredbe o skladih denarnega trga.

Tehtana povprečna zapadlost[22]	Največ 60 dni		Največ 6 mesecev
Tehtano povprečno trajanje[23]	Največ 120 dni		Največ 12 mesecev
Zapadlost sredstev	Največ 397 dni		Največ 2 leti s 397 dni do uskladitve
Dnevno zapadla sredstva	Najmanj 10 %	Najmanj 7,5 %	
Tedensko zapadla sredstva	Najmanj 30 % (od katerih je javni dolg omejen na 17,5 %)	Najmanj 15 %	

2.2. Struktura trga danes

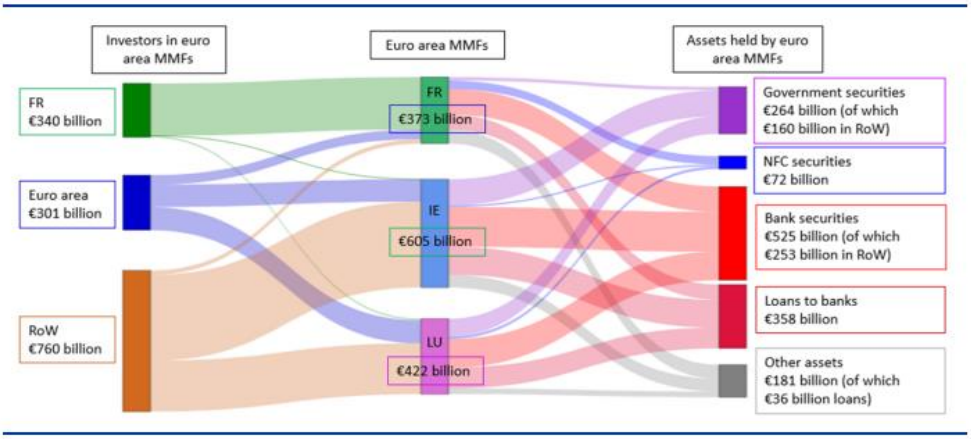
V členu 46(2), točka (a), uredbe o skladih denarnega trga je določeno, da mora Komisija analizirati izkušnje, pridobljene pri uporabi navedene uredbe, vpliv na vlagatelje, sklade denarnega trga in upravitelje skladov denarnega trga v Uniji.

Skladi denarnega trga v euroobmočju so imeli ob koncu leta 2021 približno 1,5 bilijona EUR skupnih sredstev, razdeljenih med sklade denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga (11 % vseh upravljanih sredstev), sklade denarnega trga z manjšim nihanjem NVS (46 %), kratkoročne sklade denarnega trga s spremenljivo NVS (12 %) in standardne sklade denarnega trga s spremenljivo NVS (31 %). Skladi denarnega trga v EU so večinoma denominirani v EUR (42 %), USD (31 %) in GBP (22 %) ter so skoncentrirani v nekaj državah, predvsem na Irskem, v Luksemburgu in Franciji, kjer znašajo 42 %, 26 % oziroma 25 % skupnih upravljanih sredstev skladov denarnega trga EU[24].

Skladi denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga in skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS so večinoma denominirani v USD in GBP ter imajo sedež na Irskem in v Luksemburgu**.** Skladi denarnega trga, denominirani v EUR, so pretežno strukturirani kot standardni skladi denarnega trga s spremenljivo NVS in imajo večinoma sedež v Franciji (192 skladov decembra 2021).

22 Kot je opredeljena v členu 2(19) uredbe o skladih denarnega trga.
23 Kot je opredeljeno v členu 2(20) uredbe o skladih denarnega trga.
24 Glej tudi poročili ESMA in ESRB.

Slika 1: Kdo vlaga v sklade denarnega trga v euroobmočju in v kaj potem vlagajo navedeni skladi denarnega trga?
Vir: ECB, Macro-prudential Bulletin (Makrobonitetni bilten), april 2021



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.

Podjetja in institucionalni vlagatelji imajo večinski delež (enot ali deležev) v skladih denarnega trga v euroobmočju, kot je prikazano na sliki 2[25]. Profesionalni vlagatelji predstavljajo 95 % NVS v skladih denarnega trga s konstantno NVS in 99 % v skladih denarnega trga z manjšim nihanjem NVS. V skladih denarnega trga s spremenljivo NVS je delež malih vlagateljev nekoliko višji, in sicer 13 % v kratkoročnih, 12 % pa v standardnih skladih denarnega trga s spremenljivo NVS[26].

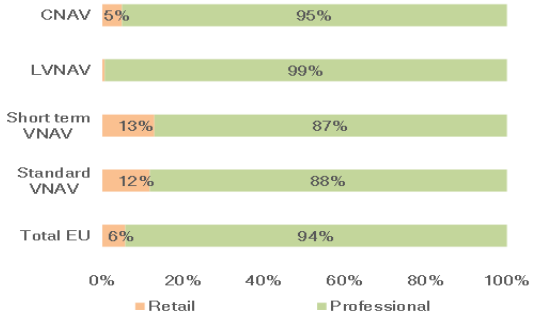
Kot je prikazano na sliki 3, so finančne institucije glavni vlagatelji v sklade denarnega trga glede na vrsto vlagateljev in predstavljajo 59 % NVS, medtem ko nefinančna podjetja predstavljajo 19 % NVS.

Vlagatelji iz tretjih držav prevladujejo v Luksemburgu in na Irskem, kot je prikazano na sliki 4. Vlagatelji iz tretjih držav predstavljajo več kot 77 % NVS irskih skladov denarnega trga in skoraj 63 % luksemburških skladov. V primeru irskih skladov denarnega trga imajo vlagatelji večinoma sedež v Združenem kraljestvu (60 % vlagateljev glede na znesek, ki ga imajo v lasti). To odraža pomembnost, da so skladi denarnega trga s sedežem v teh državah članicah denominirani v neevrskih valutah. Nasprotno s tem predstavljajo francoski domači vlagatelji skoraj 76 % NVS v Franciji.

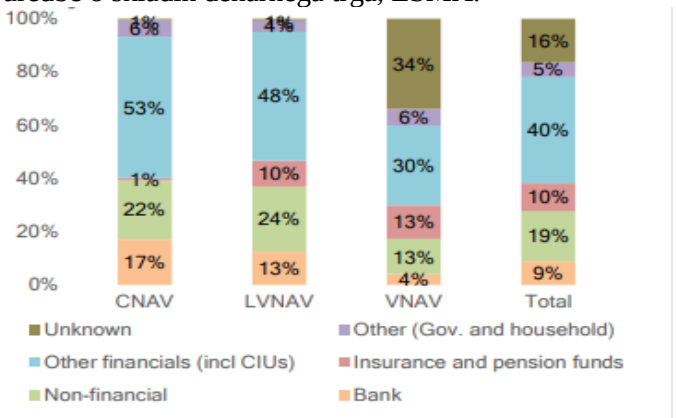
25 ESMA, 8. februar 2023: „EU MMF market 2023" (Trg skladov denarnega trga v EU 2023).

26 To večinoma spodbujajo skladi denarnega trga s sedežem v Franciji, v katerih delež malih vlagateljev zaradi varčevalnih shem za zaposlene predstavlja 12 % NVS.

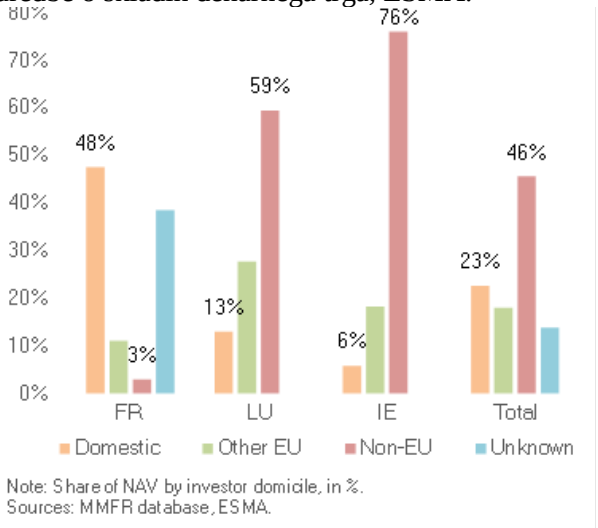
Slika 2: Primerjava med malimi in profesionalnimi vlagatelji v sklade denarnega trga (% skupne NVS)
Vir: poročilo o trgu organa ESMA za leto 2023.



Slika 3: Vrste vlagateljev v sklade denarnega trga glede na sektor (% skupne NVS)
Vir: podatkovna zbirka uredbe o skladih denarnega trga, ESMA.



Slika 4: Delež NVS glede na sedež vlagatelja (v %)
Vir: podatkovna zbirka uredbe o skladih denarnega trga, ESMA.



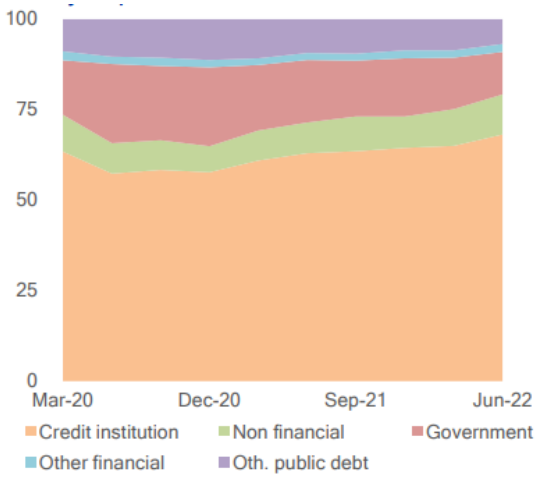
Razprave z vlagatelji v sklade denarnega trga in odzivi iz posvetovanj z deležniki so pokazali, da so za naložbene odločitve vlagateljev najpomembnejša naslednja merila: likvidnost znotraj dneva oziroma dnevna likvidnost, ohranjanje kapitala in razpršenost. Kot pomembni značilnosti skladov denarnega trga v EU, ki vplivata na naložbene odločitve, vlagatelji navajajo še kakovost portfelja ali stopnjo donosa. Skladi denarnega trga se večino uporabljajo kot orodje za upravljanje denarnih sredstev.

Deleži skladov denarnega trga se v skladu z mednarodnim računovodskim standardom (MRS)7[27] štejejo kot „denar in denarni ustrezniki“. To se nanaša na sklade denarnega trga s konstantno NVS in sklade denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, in sicer zaradi stabilne vrednosti in možnosti odkupov znotraj dneva. V določenih jurisdikcijah se ta računovodska obravnava uporablja tudi za sklade denarnega trga s spremenljivo NVS. Odgovori iz posvetovanj Komisije kažejo, da bi prisilne naložbe podjetij v druge instrumente z drugačnimi značilnostmi povzročile negotovost pri računovodski obravnavi teh proizvodov kot „denarja ali denarnih ustreznikov“, poleg tega pa bi podjetjem omejile možnosti upravljanja denarnih sredstev, saj drugi instrumenti morda ne omogočajo likvidnosti znotraj dneva.

Skladi denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga morajo vložiti 99,5 % svojih sredstev v instrumente javnega dolga, povratne repo posle, zavarovane z instrumenti javnega dolga, in v denarna sredstva. Skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS in skladi denarnega trga s spremenljivo NVS pretežno vlagajo v instrumente denarnega trga (67 % skupnih sredstev), dopolnjujejo pa jih še depoziti, repo in povratni repo posli ter druga kratkoročna sredstva.

Kot je prikazano na sliki 5, so skladi denarnega trga v EU izpostavljeni predvsem finančnemu sektorju, vključno s kreditnimi institucijami, katerih vrednostni papirji predstavljajo več kot 60 % skupnih instrumentov denarnega trga, ki jih imajo skladi denarnega trga v EU. Izpostavljenosti nefinančnim podjetjem so še naprej omejene (10 % instrumentov denarnega trga) in jih večinoma pripisujemo skladom denarnega trga s spremenljivo NVS[28]. Skupaj imajo skladi denarnega trga v EU med 50 % in 70 % finančnih komercialnih zapisov, denominiranih v euru, in prenosljivih potrdil o vlogah[29] (FSB, 2021).

Slika 5: Instrumenti denarnega trga, ki jih imajo skladi denarnega trga, so večinoma izpostavljeni finančnemu sektorju (% deležev instrumentov denarnega trga)
Vir: podatkovna zbirka uredbe o skladih denarnega trga, platforma Eikon, pristojni nacionalni organi, ESMA.



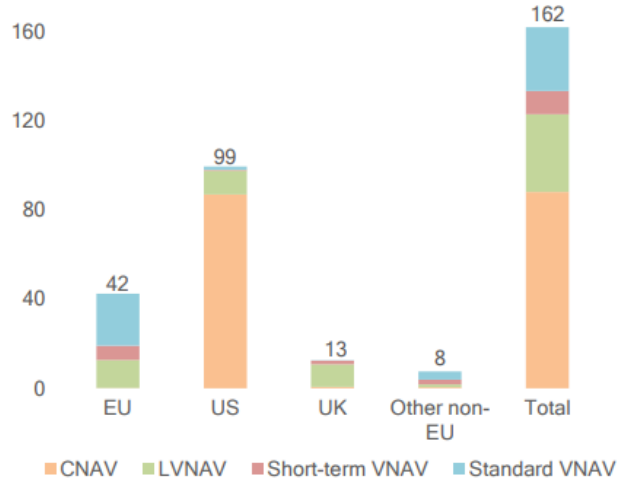
[27] Uredba Komisije (ES) št. 1126/2008, mednarodni računovodski standard 7, odstavek 6: „Denarni ustrezniki so kratkoročne, hitro unovčljive naložbe, ki so takoj pretvorljive v znane zneske denarnih sredstev in pri katerih je tveganje spremembe vrednosti nepomembno.“

[28] ESMA, 8. februar 2023: „EU MMF market 2023“ (Trg skladov denarnega trga v EU 2023).

[29] Potrdila o vlogah: „potrdilo, ki ga izda banka, s katerim potrdi depozit pri tej banki za določeno obdobje po določeni obrestni meri“ (MDS, 2003).

Kot je prikazano na sliki 6, je večina skladov denarnega trga v EU izpostavljenih javnemu dolgu v tretjih državah (74 % državne izpostavljenosti ob koncu leta 2021). Te izpostavljenosti veljajo predvsem za sklade denarnega trga s konstantno neto vrednostjo sredstev. Slednji so bistveno zmanjšali svoj delež državnih obveznic z 62 % skupnih sredstev junija 2021 na 32 % junija 2022. Hkrati so povečali izpostavljenosti trgom repo poslov zaradi pričakovanja spremembe obrestnih mer. Delež državnih obveznic v portfelju skladov denarnega trga z manjšim nihanjem NVS se je leta 2020 znatno povečal, leta 2021 in v prvi polovici leta 2022 pa se je ponovno prilagodil sestavi, kot je bila pred pandemijo COVID-19. Skladi denarnega trga s spremenljivo NVS imajo običajno manjši delež javnega dolga, povprečno 7 % njihovih sredstev[30].

Slika 6: Izpostavljenost javnemu dolgu, konec leta 2021, v milijardah EUR
Vir: podatkovna zbirka uredbe o skladih denarnega trga, pristojni nacionalni organi, ESMA.



2.3. Nedavni razvoj trga in pridobljena spoznanja

V zadnjih letih je bilo več izjemnih dogodkov, ki so okvir za sklade denarnega trga postavili na preizkušnjo. Pandemija COVID-19 je marca 2020 povzročila nenadno povečanje povpraševanja po varnih in likvidnih sredstvih tako v finančnem kot tudi v nefinančnem sektorju. Likvidnost trga se je na številnih trgih močno poslabšala in je zahtevala nepredvideno posredovanje centralnih bank. Vrednost večjih indeksov na trgih lastniških vrednostnih papirjev se je v nekaj tednih zmanjšala za več kot 30 %, finančni trgi pa so se v prvih mesecih pandemije soočili z močnim povečanjem nestanovitnosti. Zaradi splošne negotovosti so imeli vlagatelji zadržke glede vlaganja v finančne trge, kar je povzročilo velike izgube pri vrednotenju.

Podjetniške obveznice in skladi denarnega trga so prav tako utrpeli velike pretrese. Donos podjetniških obveznic se je med februarjem in marcem 2020 znatno povečal. Skladi denarnega trga, izpostavljeni zasebnim trgom, tj. skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS in skladi denarnega trga s spremenljivo NVS v EU ter prvovrstni skladi denarnega trga v ZDA[31], so zabeležili velike odlive. Skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS s sedežem

[30] Glej prejšnjo opombo.

[31] Prvovrstni sklad denarnega trga je vrsta ameriškega sklada denarnega trga, ki vlaga predvsem v nedržavne vrednostne papirje.

v EU so marca 2020 utrpeli odlive v višini 51,4 milijarde EUR[32] in bili soočeni z izzivi pri prodaji komercialnih zapisov in potrdil o vlogah, saj banke niso hotele ali mogle odkupiti nazaj teh papirjev, vključno z lastnimi papirji[33].

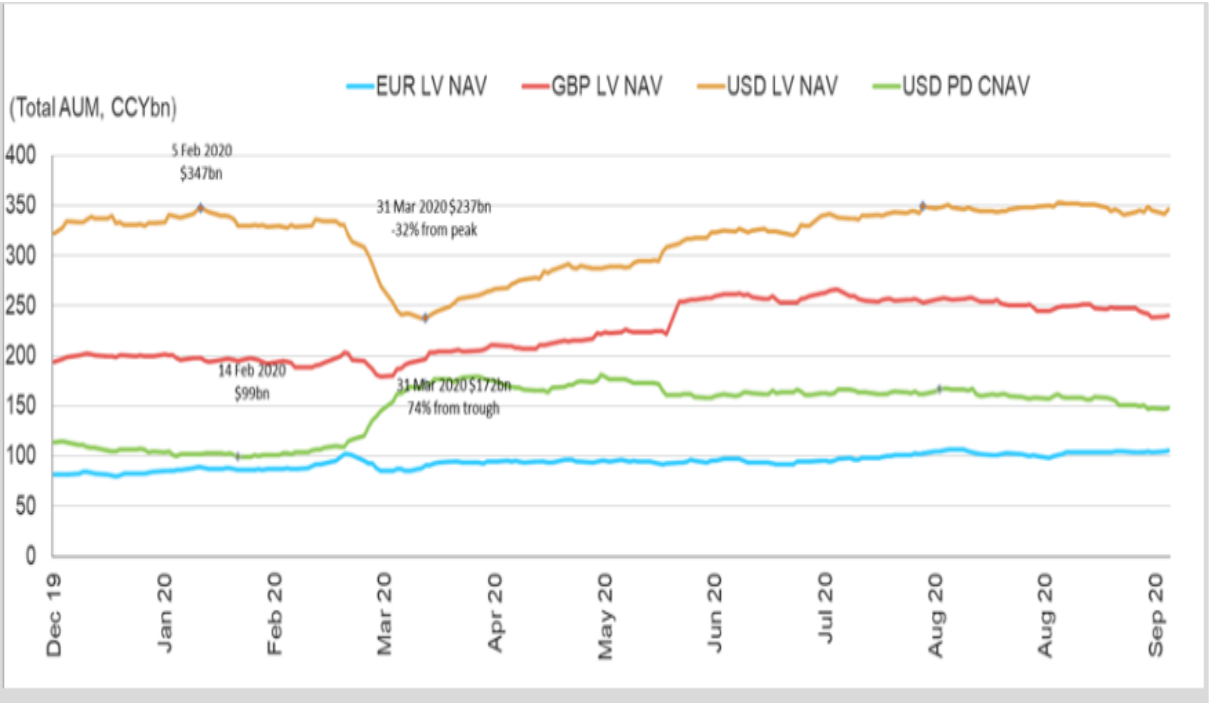
Zaostrene razmere so bile še posebej zaskrbljujoče za sklade denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, denominirane v USD, kot je prikazano na sliki 7 in v ustrezni literaturi[34]. Ko se je delež njihovih tedensko zapadlih sredstev bližal regulativnemu minimumu 30 %, je nekatere vlagatelje morda skrbela vse večja možnost, da bodo upravitelji skladov uporabili razpoložljiva orodja za upravljanje likvidnosti (tj. provizije za likvidnost ali omejitev odkupa). Zaskrbljenost glede uporabe orodij za upravljanje likvidnosti je bila še posebej prisotna na ameriškem trgu, kar je mogoče pojasniti z dejstvom, da vlagatelji EU praviloma laže sprejmejo provizije kot ameriški vlagatelji, saj so že seznanjeni s provizijami v okviru KNPVP. Kot je prikazano na sliki 7, je to povzročilo učinek prelivanja v sklade denarnega trga s sedežem v EU, in sicer s kombinacijo odkupov v skladih denarnega trga z manjšim nihanjem NVS V USD in vpisov v sklade denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga v USD v podobnem obsegu, kar kaže na možen učinek zamenjave (ali umik h kakovostnim naložbam).

[32] ESMA, september 2021, „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities“ (Poročilo o trendih, tveganjih in ranljivostih), št. 2, 2021.

[33] Komercialni zapisi in potrdila o vlogah so običajno v posesti do zapadlosti, in četudi imajo zelo kratek čas zapadlosti, njihov sekundarni trg tudi v normalnih razmerah ni likviden. Skladi denarnega trga medtem predstavljajo znaten delež povpraševanja po teh instrumentih.

[34] To je bila tema razprave v številnih poročilih, vključno s predlogi odbora FSB „Policy proposals to enhance money market fund resilience“ (Predlogi politike za izboljšanje odpornosti skladov denarnega trga) iz oktobra 2021, dokumentom ESRB „Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds (MMFs)“ (Dokument o ključnih vprašanjih glede sistemskih ranljivosti skladov denarnega trga in predhodnih ugotovitvah politike v zvezi z njihovo reformo) iz julija 2021 ter člankom ECB iz Makrobonitetnega biltena (Macro-prudential bulletin) aprila 2021 z naslovom „How effective is the EU Money Market Fund Regulation? Lessons from the COVID-19 turmoil” (Kako učinkovita je uredba EU o skladih denarnega trga? Spoznanja iz pretresov zaradi pandemije COVID-19).

Slika 7: Razvoj sredstev, ki so jih upravljale različne vrste skladov denarnega trga marca 2020
Vir: Evropska stanovska organizacija nacionalnih združenj podjetij: podatki bonitetne agencije Fitch Ratings in družbe iMoneyNet.



Podatki[35] kažejo, da so skladi denarnega trga z malo tedensko zapadlimi sredstvi zabeležili večje odlive kot skladi denarnega toka z veliko tedensko zapadlimi sredstvi. To analizo lahko razlagamo kot dokaz, da so institucionalni vlagatelji izvedli odkupe iz skladov denarnega trga, da bi se izognili provizijam in omejitvam. Študije, ki so jih izvedli Avalos in Xia (2021)[36], Darpeix (2021)[37] ter Dunne in Giuliana (2021)[38], dodatno kažejo, da so bili koeficienti likvidnosti ključni dejavniki odkupov v primeru skladov denarnega trga z manjšim nihanjem NVS, ne pa tudi v primeru skladov denarnega trga s spremenljivo NVS, kar je znamenje za morebitne neželene učinke praga[39]. Glede na obseg krize in svetovne gospodarske razmere, ki jih je povzročila pandemija, so večje centralne banke sprejele vrsto ukrepov za podporo kapitalskim trgom. Taka podpora se je vršila z:

---

35 ESMA, 2021, „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities“ (Poročilo o trendih, tveganjih in ranljivostih), št. 1, 2021.

36 Avalos, F. in Xia, D. (2021), „Investor size, liquidity and prime money market fund stress“ (Velikost vlagateljev, likvidnost in zaostrene razmere v prvovrstnih skladih denarnega trga), BIS Quarterly Review Special Feature (Četrtletno poročilo banke za mednarodne poravnave BIS o posebnih značilnostih), str. 17 do 29.

37 Darpeix, P. E. in Mosson, N. (2021), „Detailed analysis of the portfolios of French money market funds during the COVID-19 crisis in early 2020“ (Podrobna analiza portfeljev francoskih skladov denarnega trga med krizo zaradi COVID-19 v začetku leta 2020), AMF.

38 Dunne, P. in Raffaele, G. (2021), „Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?“ (Ali so omejitve likvidnosti povzročile več odkupov v skladih denarnega trga med krizo zaradi COVID-19?), delovni dokument ESRB št. 127.

39 ESMA, 14. februar 2022, „ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation“ (Mnenje ESMA o pregledu uredbe o skladih denarnega trga).

- neposrednimi nakupi potrdil o vlogah in komercialnih zapisov, denominiranih v domači valuti, (ECB[40], Bank of England[41], ameriška centralna banka) na primarnem ali sekundarnem trgu;
- razširitvijo upravičenosti do nezavarovanih obveznic, ki so jih izdale banke (ECB),
- in s posojili bankam za nakup sredstev od skladov denarnega trga (ameriška centralna banka)[42].

Zaradi posredovanja centralnih bank so se zahteve po odkupih umirile, likvidnost na temeljnih denarnih trgih pa se je izboljšala. Medtem ko je bilo navedeno posredovanje primarno namenjeno obnovitvi zaupanja v temelje in likvidnost trgov kratkoročnega financiranja, je posredno koristilo tudi skladom denarnega trga v EU.

Pretresi na trgu marca 2020 so pokazali, da nekateri segmenti finančnega trga niso zmogli absorbirati znatnega in nenadnega povečanja pritiskov pri prodaji. Razlog za to je morda tudi v tem, da so bili prodajalci pri dobavi likvidnostno bolj omejeni in manj odzivni na nenadno povečanje povpraševanja kot pred finančno krizo leta 2008. Ne glede na to marca 2020 nobenemu skladu denarnega trga v EU ni bilo treba uvesti provizij za odkup ali omejitev odkupa oziroma začasno ustaviti odkupov. Poleg tega noben sklad denarnega trga z manjšim nihanjem NVS ni presegel praga, določenega v uredbi o skladih denarnega trga, da bi prešel v sklad denarnega trga s spremenljivo NVS (odstopanje tržne NVS od konstantne NVS se je v nekaterih skladih denarnega trga z manjšim nihanjem NVS v USD približalo obrestni ovratnici 20 bazičnih točk). Navedene rezultate je vendarle treba razlagati previdno in ob upoštevanju poseganj centralnih bank, ki so podpirale trge.

Od februarja 2022 ruska invazija na Ukrajino in s tem povezane geopolitične napetosti vplivajo na finančne trge, zlasti na cene blaga in povezane izvedene finančne instrumente. Skladi denarnega trga v EU vlagajo v hitro unovčljiva sredstva s kratkoročno zapadlostjo in najmanjšim kreditnim tveganjem, zato niso utrpeli večjih izgub ali odlivov. Skladi denarnega trga so se razmeram prilagodili tako, da so ponovno prilagodili svoje deleže instrumentom s še krajšo zapadlostjo, ki so manj izpostavljeni obrestnemu tveganju[43], in povečali svojo likvidnost. Obstaja nekaj znakov posrednega vpliva vlagateljev, ki so prodajali druga sredstva ali so se soočili z doplačilom kritja in povečali sklade denarnega trga v EU, da so lahko shranili likvidnostna sredstva ali omogočili dostop do njih. Vseeno so bili prilivi in odlivi razmeroma uravnoteženi, zato nobenemu skladu denarnega trga v EU ni bilo treba uvesti provizij za odkup ali začasno ustaviti odkupov.

---

40 Marca 2020 je ECB napovedala dodatno podporo eurskim denarnim trgom z razširitvijo obstoječega programa nakupa v podjetniškem sektorju, da je ta vključil tudi nefinančne komercialne zapise, denominirane v EUR, s preostalo zapadlostjo samo 28 dni (zmanjšano s prejšnjih najmanj 6 mesecev). Podjetniški program nakupa ECB je tako le posredno koristil skladom denarnega trga v lokalni valuti, in sicer s tem, da je prispeval k obnovitvi zaupanja v temeljne trge, denominirane v EUR.

41 Paolo Cavallino in Fiorella De Fiore, 5. junij 2020, „Central banks' response to COVID-19 in advanced economies" (Odziv centralnih bank na COVID-19 v naprednih gospodarstvih), BIS Bulletin (Bilten banke za mednarodne poravnave BIS) št. 21.

42 Ne glede na to skladi mednarodnega trga z manjšim nihanjem NVS v EU v USD niso bili upravičeni do posojil ECB in likvidnostnih posojil vzajemnih skladov denarnega trga ameriške centralne banke ter so sprva utrpeli odlive, vendar so po napovedih centralnih bank hitro okrevali.

43 Sredstva s krajšim trajanjem se po pretresu obrestnih mer spoprijemajo z manjšo spremembo v ceni. Skladi denarnega trga so v povprečju občutno zmanjšali svojo povprečno zapadlost, in sicer na 19 dni (s skoraj 50 dni ob koncu leta 2020 in 2021), kar je bilo najmanj v zadnjih 10 letih.

Septembra 2022 so izkušnje zaradi zaostrenih razmer na trgu v Združenem kraljestvu vplivale tudi na tiste sklade denarnega trga v EU z veliko izpostavljenostjo sredstvom Združenega kraljestva in/ali z vlagatelji iz Združenega kraljestva (zlasti irski skladi denarnega trga, v katerih je približno 60 % baze vlagateljev glede na znesek, ki ga imajo v lasti, iz Združenega kraljestva). Razpoložljivi dokazi kažejo na posredni vpliv na sklade denarnega trga, denominirane v GBP, povezane večinoma z vlagatelji, ki so morali po povečanih doplačilih kritja in prisilnih prodajah hitro dostopati do likvidnostnih sredstev, zlasti sklade z naložbenimi strategijami, usmerjenimi k likvidnosti[44]. V nekaterih skladih denarnega trga, denominiranih v GBP, so bili kmalu po napovedi „mini proračuna“ Združenega kraljestva 23. septembra 2022 zabeleženi povečani odlivi (v petih skladih je skupni odliv znašal več kot 10 %)[45].

Razmere so se po posegu banke Bank of England z namenom podpore trgu državnih obveznic hitro izboljšale. Skladi denarnega trga v EU, denominirani v GBP, so oktobra 2022 zabeležili prilive v višini približno 30 %. Poleg tega so skladi denarnega trga v EU, denominirani v GBP, zadnji teden v septembru 2022 sprejeli ukrepe za povečanje odpornosti, pri čemer so povečali delež likvidnih sredstev v svojih portfeljih, da so se tako dnevne kot tudi tedenske ravni likvidnosti občutno povečale[46].

Eden od skladov denarnega trga z manjšim nihanjem NVS je sicer skoraj prekršil regulativno omejitev odstopanja NVS, vendar se zdi, da je sektor na splošno deloval dobro in je bil uspešen pri zagotavljanju shranjevanja kratkoročnih likvidnostnih sredstev. Naložbena epizoda, usmerjena v likvidnost, poudarja pomen skladov denarnega trga pri upravljanju likvidnosti za institucionalne vlagatelje. Kaže tudi, kako pomembno je ohraniti odpornost sektorja skladov denarnega trga na različne vrste gospodarskih pretresov.

Marca 2023, po pretresu v bančnem sektorju, ni bilo opaziti bistvenega vpliva na sklade denarnega trga v EU. V ZDA so nekateri vlagatelji zaradi propada banke Silicijeve doline podvomili v varnost bančnih depozitov, zlasti tistih nad mejo regulativnega varstva. To je sprožilo preusmeritev v tiste sklade denarnega trga v ZDA, ki so ponujali višje donose in boljšo prožnost. Pretresi bančnega sektorja so v zadnjih tednih marca 2023 povzročili tudi povečanje prilivov v instrument povratnih repo poslov čez noč ameriške centralne banke. Po prevzemu Credit Suisse s strani UBS je bilo v skladih denarnega trga v EU opaziti precejšnje prilive, vključno s 17,7 milijarde EUR v sklade denarnega trga, denominirane v EUR, marca 2023, kar je lahko pokazatelj, da je sektor skladov denarnega trga v EU po mnenju udeležencev na trgu odporen.

3. USTREZNOST UREDBE O SKLADIH DENARNEGA TRGA Z VIDIKA SKRBNEGA IN VARNEGA POSLOVANJA TER Z GOSPODARSKEGA VIDIKA

V oddelku v nadaljevanju je opisana ustreznost uredbe o skladih denarnega trga z vidika skrbnega in varnega poslovanja ter z gospodarskega vidika, kot je zahtevano v členu 46(2) navedene uredbe.

---

[44] Navedene strategije so bile uporabljene zlasti v pokojninskih skladih z določenimi pravicami, ki so izkoristili svoj vpliv, da bi lahko uskladili svoja sredstva in obveznosti v okolju nizkih obrestnih mer.

[45] ESMA, februar 2023, „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities“ (Poročilo o trendih, tveganjih in ranljivostih), št. 1, 2023.

[46] ESMA, februar 2023, „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities“ (Poročilo o trendih, tveganjih in ranljivostih), št. 1, 2023.

Skladi denarnega trga so posebna kategorija investicijskih skladov, ki so na eni strani tesno povezani s podjetji, dejavnimi v realnem gospodarstvu, in bančnim sektorjem, na drugi strani pa s ključnimi elementi finančnih trgov. Imajo pomembno dvojno gospodarsko funkcijo, in sicer kot orodje za likvidnost in upravljanje denarnih sredstev ter kot kratkoročni instrument financiranja za finančne in nefinančne subjekte. Niso homogeni, njihova struktura in značilnosti tveganja pa se med jurisdikcijami razlikujejo[47].

3.1. Skladi denarnega trga in dolžniški instrumenti, ki jih izdajo ali za katere jamčijo države članice EU.

V členu 46(2), točka (b) in točka (c), uredbe o skladih denarnega trga je zahtevano, da mora Komisija oceniti vlogo, ki jo imajo skladi denarnega trga pri nakupu dolžniških instrumentov, ki jih izdajo ali za katere jamčijo države članice, ter upoštevati značilnosti takih instrumentov in vlogo, ki jo imajo pri financiranju držav članic.

Zaradi razmeroma nizke likvidnosti in dolgih zapadlosti dolžniških instrumentov, ki jih izdajo ali za katere jamčijo države članice EU, skladi denarnega trga v EU ne vlagajo veliko v take vrednostne papirje. Namesto tega je večina skladov denarnega trga v EU izpostavljenih javnemu dolgu v tretjih državah (119 milijard EUR ob koncu leta 2021, 74 % skupne državne izpostavljenosti). Zlasti instrumenti javnega dolga ZDA predstavljajo skoraj celotni delež državnih dolžniških instrumentov skladov denarnega trga s konstantno NVS (88 milijard EUR ob koncu leta 2021). V skladih denarnega trga z manjšim nihanjem NVS so instrumenti javnega dolga EU predstavljali 36 % izpostavljenosti državnim obveznicam ob koncu leta 2021 (v Združenem kraljestvu in ZDA je bil ta znesek približno 60 %). V nasprotju z drugimi vrstami skladov denarnega trga predstavljajo večino deležev državnih dolžniških instrumentov skladov denarnega trga s spremenljivo NVS instrumenti EU, ki predstavljajo več kot 75 % izpostavljenosti državnemu dolgu ob koncu leta 2021[48]. Vendar pa imajo skladi denarnega trga s spremenljivo NVS v splošnem manjši delež javnega dolga v primerjavi z drugimi vrstami skladov denarnega trga (samo 7 % njihovih sredstev).

Instrumenti javnega dolga z daljšo preostalo zapadlostjo[49] lahko v skladu z uredbo o skladih denarnega trga predstavljajo do 17,5 odstotne točke od 30 % zahtevanih tedensko zapadlih sredstev pri skladih denarnega trga z manjšim nihanjem NVS ali skladih denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga. Po navedbah anketirancev v posvetovanju je meja 17,5 % neskladna z obravnavo državnega dolga v drugih zakonodajnih okvirih (oddelek 3.2). Vendar uredba o skladih denarnega trga skladom denarnega trga omogoča, da vlagajo do 100 % svojih sredstev v instrumente državnega dolga, omejitve pa se nanašajo samo na likvidnostne rezerve skladov denarnega trga z manjšim nihanjem NVS in skladov denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga, in sicer zaradi daljše zapadlosti in višjega nihanja teh sredstev v primerjavi s tedensko zapadlimi sredstvi. Anketiranci v posvetovanju so še poudarili, da številni vlagatelji uporabljajo sklade denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga zaradi nepripravljenosti ali nezmožnosti vlaganja v kreditne portfelje. Do tega pogosto prihaja zaradi posebnih zahtev glede zavarovanja, kapitala ali regulativnih zahtev, npr. zahtev, da se denarne

[47] FSB, 11. oktober 2021, „Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience“ (Predlogi politike za izboljšanje odpornosti skladov denarnega trga).

[48] ESMA, 8. februar 2023: „EU MMF market 2023“ (Trg skladov denarnega trga v EU 2023).

[49] Dokler so hitro unovčljivi ter jih je mogoče odkupiti in poravnati v enem delovnem dnevu, se lahko taka sredstva štejejo za tedensko zapadla sredstva s preostalo zapadlostjo do 190 dni.

pozicije zavarujejo samo z instrumenti državnega dolga, ali regulativnih zahtev, kot so visokokakovostna likvidna sredstva. Drugi vlagatelji opozarjajo, da sicer vlagajo v sklad denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga z namenom razpršenosti, vendar navedeni trgi niso dovolj veliki, da bi izpolnili potrebe glede upravljanja denarnih sredstev nekaterih vlagateljev.

3.2. Enotna opredelitev visoke in izjemno visoke likvidnosti ter kreditne kakovosti prenosljivih sredstev

V členu 46(2), točka (d), uredbe o skladih denarnega trga je zahtevano, da mora Komisija upoštevati poročilo iz člena 509(3) Uredbe (EU) št. 575/2013.

Člen 509(3) Uredbe (EU) št. 575/2013 nalaga EBA, da mora Komisiji poročati o ustreznih enotnih opredelitvah visoke in izjemno visoke likvidnosti ter kreditne kakovosti prenosljivih sredstev. Banke vlagajo v navedena sredstva z namenom izpolnjevanja regulativnih zahtev glede likvidnosti v skladu s pravili Baselskega odbora za bančni nadzor.

EBA je izdal to poročilo 20. decembra 2013[50] in priporočil, da bi bilo treba empirične sklepe v njem dopolniti s kakovostno/strokovno presojo ter pridobiti nasvet nadzornika. EBA je na podlagi empirične analize širokega nabora finančnih sredstev, s katerimi se trguje v EU, razlikoval med sredstvi visoke ter izjemno visoke likvidnosti in kreditne kakovosti. V skladu z mednarodnimi standardi je priporočil, da se vse obveznice, ki jih izdajo ali za katere jamčijo države Evropskega gospodarskega prostora in centralne banke, v domači valuti ter tudi tiste, ki jih izdajo ali za katere jamčijo nadnacionalne institucije, štejejo kot prenosljiva sredstva z izjemno visoko likvidnostjo in kreditno kakovostjo.

Upravljanje likvidnostnih tveganj za upravitelje sredstev vključuje vrsto zaščitnih ukrepov: postopne zapadlosti, zlasti v primeru manj likvidnih sredstev, dnevne in tedenske likvidnostne skupine, odvisno od zapadlosti sredstev v portfelju, pravila o kreditni kakovosti sredstev, poznavanje baze vlagateljev v sklad denarnega trga ter pravila o obnašanju in likvidnosti sredstev in njuni povezavi. Od leta 2017 se vedno več pozornosti namenja krepitvi upravljanja likvidnostnega tveganja, vključno s testiranjem izjemnih situacij v skladih denarnega trga, prizadevanji za njihovo preglednost in nadzor ter opredelitvijo likvidnih sredstev in upravičenosti sredstev za zahteve glede likvidnosti.

V skladu s pravili glede upravljanja sredstev v EU likvidnost sredstva ni samoumevna in je treba izvesti ustrezen test likvidnosti. V ta namen morajo upravitelji sredstev vzpostaviti ustrezen proces obvladovanja tveganja, ki je sistematično pregledan in prilagojen njihovim naložbenim strategijam vrsti vlagateljev (politika poznavanja lastnih strank). Likvidnost in kreditna kakovost se merita za vsak primer posebej na ravni finančnih instrumentov in celotnega portfelja.

Tako se lahko zgodi, da za nekatera sredstva, ki se v okviru bančnega sektorja EU štejejo za sredstva z visoko ali izjemno visoko likvidnostjo, to ne velja nujno tudi v okviru sklada mednarodnega trga in je treba opraviti analizo za vsak primer posebej, da se določita likvidnost in kreditna kakovost sredstev sklada.

[50] Delovno področje 5: poročilo o količniku likvidnostnega kritja v skladu s členom 481(1) uredbe o kapitalskih zahtevah (europa.eu).

3.3. Učinek uredbe o skladih denarnega trga na trge za kratkoročno financiranje

V členu 46(2), točka (e), uredbe o skladih denarnega trga je zahtevano, da mora Komisija upoštevati učinek navedene uredbe na trge za kratkoročno financiranje.

Skladi denarnega trga so del širšega ekosistema kratkoročnega financiranja. Pretresi v marcu 2020 so razkrili nekatere strukturne ranljivosti, vrzeli podatkov in regulativne negotovosti na evropskih trgih za kratkoročno financiranje. Te sicer presegajo obseg uredbe o skladih denarnega trga, vendar so še naprej pomembne za dobro delovanje skladov denarnega trga v EU.

Trg za kratkoročno financiranje je trg, ki deluje prek posrednikov. Dokazano je, da je navedeni trg razdrobljen in nepregleden[51]. Pomembne informacije se širijo prek več mest trgovanja, pri čemer nobeno od njih ne more zagotoviti celovitega vpogleda v trg zaradi delnega poročanja, nejasnega obsega delovanja, neskladne terminologije itd.

Študija kaže tudi, da je dejavnost sekundarnega trga (nakupni in prodajni tečaj, cena, količina itd.) skoraj povsem nepregledna. Zaradi tega prihaja do izzivov pri oblikovanju cen, neučinkovitosti teh trgov in težav za sklade denarnega trga pri ustreznem spremljanju tveganj v zaostrenih razmerah. Prav tako regulativni organi ne morejo natančno oceniti strukturne likvidnosti trga. S povečano preglednostjo bi lahko trgi za kratkoročno financiranje postali bolj dinamični in odpornejši, s tem pa bi se zmanjšala tudi tveganja, povezana s skladi denarnega trga, v primeru močno zaostrenih razmer.

Večina anketirancev v posvetovanju, vključno s predstavniki finančnega sektorja in nadzorniki, je poudarila potrebo po povečanju preglednosti in lažjemu oblikovanju cen na trgih za kratkoročne vrednostne papirje, in sicer z zahtevo po odprtih informacijah o trgovanju in neporavnanih zneskih.

Poleg tega glede na nižjo likvidnost in nepreglednost navedenega trga obstaja tveganje, da bi se zaostrena situacija s trga prenesla na druge sklade denarnega trga, kar imenujemo dinamika širjenja negativnih učinkov. Skladi denarnega trga morajo vlagati v sredstva z zadostno likvidnostjo, da izpolnijo zahteve za odkup. Med take likvidne instrumente spadajo povratni repo posli (pogosto čez noč), zakladne menice in bančni depoziti. Drugih instrumentov (potrdil o vlogah, komercialnih zapisov) ni mogoče vedno hitro prodati (saj so običajno v lasti do roka zapadlosti in sekundarni trgi niso dovolj globoki, kar v primeru prodaje povzroči večji vpliv na ceno), imajo pa zelo kratko zapadlost. Če pride do odtekanja, skladi denarnega trga najprej uporabijo prihodke od sredstev, ki se bližajo zapadlosti, ali začasno prekinejo svoje povratne repo posle, da izpolnijo zahteve za odkup. Če se odtekanje nadaljuje, skladi denarnega trga prodajo svoja likvidna sredstva brez nadaljnjega vlaganja v kratkoročne instrumente, kar povzroči nenadno zmanjšanje virov financiranja za podjetja.

To dinamiko širjenja negativnih učinkov bi načeloma lahko preprečili, če bi skladi denarnega trga svoja denarna sredstva vlagali v instrumente, pri katerih nenaden umik ne bi povzročil širjenja negativnih učinkov na trgu. Eden od instrumentov, ki izpolnjuje navedeno zahtevo, je

[51] Darpeix, P., marec 2022, „The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know“ (Trg za kratkoročne dolžniške vrednostne papirje: kaj vemo in česa ne), Authorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings.

depozit pri centralni banki. Študijo primera take ureditve so izvedli v ZDA, kjer lahko skladi denarnega trga svoja presežna denarna sredstva vložijo z instrumentom povratnega repo posla čez noč pri ameriški centralni banki. Navedeni instrument poleg preprečevanja dinamike širjenja negativnih učinkov v situacijah likvidnostnega krča postavlja sektor skladov denarnega trga v ZDA v boljši položaj v primerjavi s skladi denarnega trga v EU, kar zadeva prožnost pri upravljanju likvidnostnih prilivov[52]. To se je pokazalo v primeru bančne krize, ki jo je povzročil propad banke Silicijeve doline, ki je vodil v povečanje prilivov v sklade denarnega trga v ZDA, sledil pa je porast uporabe instrumenta ameriške centralne banke v zadnjih tednih marca 2023. Do marca 2023 so imeli skladi denarnega trga in drugi upravičeni udeleženci v navedenem instrumentu več kot 2,3 bilijona USD[53].

3.4. Regulativni razvoj na mednarodni ravni

V členu 46(2), točka (f), uredbe o skladih denarnega trga je zahtevano, da mora Komisija upoštevati regulativni razvoj na mednarodni ravni.

Dogodki, povezani s pandemijo, so sprožili močan pritisk na nadaljnjo krepitev regulativnega okvira za sklade denarnega trga. Posledično so ESMA, ESRB in FSB izdali več predlogov za reformo regulativnega okvira za sklade denarnega trga, omejitev sistemskih tveganj in zagotovitev, da je lahko sektor skladov denarnega trga odporen na morebitne prihodnje zaostrene razmere v zvezi z likvidnostjo ali trgom. Možnosti politike, ki so jih predlagali različni organi in institucije, lahko razdelimo v naslednje skupine: (1) zmanjšati tveganje odtekanja (zlasti z umikom značilnosti nekaterih skladov denarnega trga, podobnih depozitom), (2) okrepiti likvidnost skladov denarnega trga in njihovo zmožnost pokrivanja izgub in (3) uvesti ukrepe za boljšo pripravljenost na prihodnje krize. Navedeni predlogi so navedeni v preglednici 2 in podrobno opisani v nadaljevanju.

Preglednica 2: Glavni predlogi politike

Cilji politike	Predlogi politike	1) ESMA	2) ESRB	3) FSB
Zmanjšati tveganje odtekanja	Umik možnosti uporabe metode odplačne vrednosti za sklade denarnega trga z manjšim nihanjem NVS	Da	Da	Da
	Ločitev aktiviranja orodij za upravljanje likvidnosti od regulativnih pragov za sklade denarnega trg z manjšim nihanjem NVS in sklade denarnega trga s konstantno NVS	Da	Da	Da
	Strošek odkupov v breme vlagateljev, ki izvedejo odkup		Da	Da
Okrepiti likvidnost skladov denarnega trga in njihovo zmožnost pokrivanja izgub	Pravila o uporabi orodij za upravljanje likvidnosti	Da	Da	Da
	Spremembe dnevnega in tedenskega koeficienta likvidnosti	Da	Da	
	Uvedba najmanjše stopnje naložb v instrumente javnega dolga	Prostovoljni delež	Da	
	Povečanje uporabnosti deležev likvidnosti v obdobjih zaostrenih razmer	Da	Da	

[52] Odločitev o odprtju takega likvidnostnega instrumenta skladom denarnega trga presega pristojnosti Evropske komisije in spada pod pristojnost ECB.

[53] Povratni repo posli – FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK (newyorška banka zveznih rezerv) (newyorkfed.org).

	Uvedba najmanjšega tveganega ravnovesja			Da
	Kapitalske rezerve			Da
Drugi ukrepi	Izboljšanje okvira za testiranje izjemnih situacij	Da	Da	
	Zunanja podpora (vključitev izjave ESMA v zakonodajo)	Da		
	Pravila o razkritju bonitetnih ocen skladov denarnega trga	Da		
	Naprednejše zahteve glede poročanja	Da	Da	

- Mnenje ESMA o reformi uredbe o skladih denarnega trga, 14. februar 2022.
- Priporočila ESRB o reformi sklada denarnega trga, 25. januar 2022.
- Priporočila FSB skupini G20 o reformi skladov denarnega trga, 11. oktober 2021 („Policy proposals to enhance money market fund resilience“ (Predlogi politike za izboljšanje odpornosti skladov denarnega trga)).
- Osnutek sprememb pravil skladov denarnega trga, ki ga je izdala ameriška komisija za vrednostne papirje in borzo 15. decembra 2021 (reforme skladov denarnega trga) za javno posvetovanje.
- Organ za finančno poslovanje in Bank of England sta pripravila dokument za razpravo o skladu denarnega trga, maj 2022, („Resilience of Money Market Funds“ (Odpornost skladov denarnega trga)) za posvetovanje do 23. julija 2022.

(*) Predlog za zahtevo najmanjšega deleža sredstev z visoko likvidnostjo, vključno z instrumenti javnega dolga, in največjega deleža sredstev z nižjo likvidnostjo ob zaostrenih razmerah na trgu (npr. 40 % potrdil o vlogah in komercialnih zapisov v zasebnem sektorju).
(**) Banka Bank of England in Organ za finančno poslovanje razmišljata o uvedbi posvetovanja o umiku stabilne NVS iz skladov denarnega trga z manjšim nihanjem NVS. Za sklade denarnega trga z manjšim nihanjem NVS bi veljala podobna pravila kot za kratkoročne sklade denarnega trga s spremenljivo NVS. Razmišljata tudi o omejitvi velikosti trga skladov denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga.

3.4.1. Zmanjševanje tveganja odtekanja

Mednarodne organizacije in nadzorni organi, kot sta ESRB in ESMA, so priporočili, naj skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS po zgledu ZDA postanejo skladi s spremenljivo NVS[54]. Namen take spremembe je zmanjšati tveganje odtekanja zaradi učinkov praga z omejevanjem priložnosti za vlagatelje, da izvedejo odkupe iz sklada denarnega trga po konstantnih cenah, ki v obdobjih zaostrenih razmer na trgu ne odražajo nujno dejanskega tržnega vrednotenja temeljnih sredstev. V ta namen predlagajo prepoved uporabe obračunavanja po metodi odplačne vrednosti in s tem povezanega zaokroževanja na dve decimalni mesti, ki skladom denarnega trga z manjšim nihanjem NVS omogoča, da ponudijo stabilno ceno ob odkupu.

Ta možnost politike pa bi pomenila radikalno spremembo za sklade denarnega trga v EU in zlasti izginotje skladov denarnega trga z manjšim nihanjem NVS. S premikom od stabilne k spremenljivi NVS ti proizvodi ne bi več imeli značilnosti, podobnih depozitu, kar je eden od glavnih namenov, ki jih vlagatelji navajajo za uporabo teh skladov denarnega trga. Večina anketirancev v posvetovanju je bila razmeroma kritična do odstranitve skladov denarnega trga z manjšim nihanjem NVS. Skrbelo jih je tveganje, da bi v tem primeru nekateri vlagatelji izstopili iz trga skladov denarnega trga. Vlagatelji bi lahko zaradi omejene razpoložljivosti gospodarsko izvedljivih alternativ in nadomestkov za sklade denarnega trga z manjšim nihanjem NVS raje posegali po manj reguliranih proizvodih.

[54] Ameriška komisija za vrednostna papirje in borzo je to storila leta 2016. Njena reforma je vsebovala zahtevo, da se morajo vsi institucionalni prvovrstni skladi denarnega trga (tj. nevladni skladi denarnega trga, ki jih uporabljajo institucionalni vlagatelji) preoblikovati v sklade s spremenljivo NVS. Rezultat reforme je, da so se sredstva, vložena v te sklade denarnega trga v ZDA, v letih pred izvedbo teh reform občutno zmanjšala v korist državnih skladov denarnega trga v ZDA (ki imajo značilnost stabilne NVS).

Trenutni vlagatelji v sklade denarnega trga z manjšim nihanjem NVS bi lahko alternativno vlagali v sklade denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga (trenutno 11 % trga), v sklade denarnega trga s spremenljivo NVS (zlasti kratkoročne sklade denarnega trga s spremenljivo NVS) ali neposredno v kratkoročni trg. Vendar pa odzivi na posvetovanje z deležniki kažejo, da je segment skladov denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga premajhen, da bi lahko izpolnil potrebe glede upravljanja denarnih sredstev vlagateljev, in da ne izpolnjuje likvidnostnih zahtev. Poleg tega anketiranci navajajo, da bi odprava skladov denarnega trga z manjšim nihanjem NVS pomenila povečanje konkurenčnosti za državna sredstva, ki jih uporabljajo banke kotvisokokakovostna likvidna sredstva, in številni drugi vlagatelji za namene upravljanja likvidnosti.

Nekateri anketiranci menijo, da bi kratkoročni skladi denarnega trga s spremenljivo NVS lahko predstavljali alternativo, vendar poudarjajo na negotovosti glede njihove računovodske obravnave kot „denarja in denarnih ustreznikov“ v različnih jurisdikcijah. Poleg tega bi imele take spremembe tudi davčne posledice. Večina anketirancev v posvetovanju je navedla, da bi v primeru, če skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS ne bi bili več na voljo, kot alternativne instrumente uporabila bančne depozite, čeprav bi imeli ti za posledico povečano kreditno tveganje nasprotne stranke in bi občutno zmanjšali razpršitev tveganja v primerjavi z razpršenimi portfelji skladov denarnega trga.

Anketiranci v posvetovanju so v splošnem pozitivno ocenili uporabnost skladov denarnega trga z manjšim nihanjem NVS in zlasti njihovo enostavno uporabo za vlagatelje zaradi zmožnosti zaokrožitve cene delnice v okviru obrestne ovratnice 20 bazičnih točk. Anketiranci so izrazili zaskrbljenost, da ne bi bilo alternativnih možnosti za naložbe in razpršitve tveganja, če skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS ne bi bili več na voljo. Upoštevati je treba tudi odpornost skladov denarnega trga z manjšim nihanjem NVS marca 2020, saj v tem obdobju nobeden od njih ni aktiviral orodij za upravljanje likvidnosti ali se preoblikoval v sklad denarnega trga s spremenljivo NVS.

3.4.2. Krepitev likvidnosti skladov denarnega trga in njihove zmožnosti pokrivanja izgub

Bonitetni in nadzorni organi so predložili vrsto možnosti politike za nadaljnjo krepitev zmožnosti skladov denarnega trga za soočanje z visokimi zahtevami za odkup ter zaščito javnega interesa in finančne stabilnosti.

Uredba o skladih denarnega trga ne predvideva samodejne povezave med uporabo orodij za upravljanje likvidnosti in ravnmi likvidnosti, zato lahko kršitev najmanjšega deleža tedensko zapadlih sredstev (tj. 30 %) povzroči uvedbo omejitve odkupa ali provizij za odkup. Zdi se, da so bili upravitelji skladov zato prisiljeni, da niso uporabili svojih deležev tedensko zapadlih sredstev za financiranje večjega števila zahtev za odkup v marcu 2020, saj so se bali, da bi kršitev najmanjše ravni tedensko zapadlih sredstev povzročila še več zahtev za odkup, ker so vlagatelji pričakovali uvedbo orodij za upravljanje likvidnosti. Popolna prekinitev morebitne uporabe tedensko zapadlih sredstev od kršitev najmanjšega deleža likvidnosti bi lahko zato povečala zmožnosti upraviteljev skladov za financiranje večjega števila odkupov v obdobjih zaostrenih razmer. Navedeni predlog je med deležniki prejel največ podpore do zdaj.

ECB močno podpira predlog o sprostitvi omejitev glede upravičenih sredstev instrumentov javnega dolga kot dela likvidnostnih skupin, saj želi doseči, da bi bile naložbe v navedena sredstva obvezna. Deležniki si glede zavezujoče narave in stopnje naložb v taka sredstva niso enotni. To je povezano s spremenljivim vplivom takih naložb na dobičkonosnost skladov

denarnega trga in razpoložljivost upravičenih instrumentov javnega dolga. Deležniki so izrazili tudi nekaj pomislekov glede preusmeritve likvidnostnega tveganja na trg državnih dolžniških instrumentov. Čeprav lahko javni dolg služi kot pomembno orodje za upravljanje likvidnosti za sklade denarnega trga, je nedavna kriza v Združenem kraljestvu pokazala, da ni imun na obdobja nestanovitnosti cen. Poleg tega obstaja tveganje, da bi povečanje obstoječih omejitev glede upravičenih sredstev instrumentov javnega dolga povzročilo preveliko osredotočenost naložb skladov denarnega trga v navedene vrednostne papirje, medtem ko je razpršenost naložb v različne razrede sredstev pomemben zaščitni ukrep.

Na splošno je predloge za povečanje najmanjšega deleža likvidnih sredstev, ki po vsebini niso sporni, težko uvesti in imajo lahko nenamerne posledice. Medtem ko pravila glede količnika likvidnostnega kritja opredeljujejo pojem visokokakovostnih likvidnih sredstev, je likvidna sredstva v sektorju upravljanja sredstev težko opredeliti (npr. tudi državne obveznice se lahko spoprijemajo z zaostrenimi tržnimi pogoji). Poleg tega upravitelji skladov denarnega trga upravljajo likvidnost s celostnim pristopom, vključno z upoštevanjem postopnih zapadlosti, uporabe povratnih repo poslov in značilnosti baze svojih vlagateljev (tudi koncentracijo vlagateljev). Dodatni strogi pragi bi povzročili togost pri uvajanju politik za upravljanje likvidnostnega tveganja upraviteljev sredstev, vključno s testi izjemnih situacij, ki bi lahko imele neželene učinke.

Glede vloge in delovanja skladov denarnega trga si deležniki niso enotni o dejanskem vplivu priporočil, da bi upraviteljem skladov podelili možnost, da stroške odkupa prenesejo na vlagatelje (z uvedbo različnih orodij za upravljanje likvidnosti na osnovi cene, znanih kot prilagajanje čiste vrednosti sredstev), kot so priporočili FSB in ESRB ter ameriška komisija za vrednostne papirje in borzo. V skladu s priporočili FSB in ESRB je namen revizije direktive o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov in direktive o KNPVP razširiti nabor orodij za upravljanje likvidnosti za sklade v EU in uskladiti načine njihove uporabe. Skladi denarnega trga v EU bodo imeli koristi od pregleda direktive o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov in direktive o KNPVP, pri čemer bodo lahko upravitelji sredstev izbrali najprimernejše orodje za upravljanje likvidnosti s posebnega seznama.

Predloge za povečanje zmožnosti pokrivanja izgub s strani skladov denarnega trga je predložil FSB, vključno z uvedbo omejitev za deleže, ki jih je mogoče odkupiti takoj (t. i. najmanjše tvegano ravnovesje), in zahtevo, da skladi denarnega trga vzdržujejo kapitalske rezerve, na primer zunaj skladov denarnega trga na depozitnem računu, ki ga financirajo upravitelji skladov. Navedene rešitve bi zmanjšale prednosti vlagateljev kot prvih na trgu, saj bi ublažile tveganje izgub, ki bi ga utrpeli preostali vlagatelji. Vendar so take rešitve bodisi nepreverjene in odvisne od pomembnih operativnih prilagoditev (za „najmanjše tvegano ravnovesje“) bodisi bi povzročile dražje upravljanje skladov denarnega trga in tako verjetno zaprtje nekaterih skladov (za kapitalske rezerve) in nižjo donosnost za vlagatelje.

3.4.3. Drugi ukrepi

ESMA in FSB sta predložila tudi vrsto drugih ukrepov, ki niso neposredno povezani z delovanjem skladov denarnega trga in jih je še treba oceniti. Večinoma se nanašajo na poročanje in testiranje izjemnih situacij. Podobno bi se lahko nadalje ocenili drugi predlogi, ki so jih podali deležniki, na primer krepitev nadzora.

3.5. Izvedljivost vzpostavitve kvote vsaj 80 % javnega dolga EU

V členu 46(2) uredbe o skladih denarnega trga je določeno, da mora Komisija oceniti izvedljivost vzpostavitve kvote 80 % javnega dolga.

V poročilu je treba upoštevati razpoložljivost kratkoročnih instrumentov javnega dolga EU in oceniti, ali bi skladi denarnega trga z manjšim nihanjem NVS lahko bili ustrezna alternativa skladom denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga v drugih valutah.

V uvodni izjavi 56 uredbe o skladih denarnega trga je navedeno, da je taka kvota lahko upravičena „z vidika bonitetnega nadzora“, saj „kratkoročne izdaje instrumentov javnega dolga EU ureja pravo Unije“. Obstajata pa dve glavni težavi, zaradi katerih je taka kvota v praksi neizvedljiva.

Prva težava je neusklajenost med, na eni strani, skladi denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga, ki so trenutno na voljo v EU (večinoma denominirani v USD ali GBP, s samo enim razmeroma majhnim skladom denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga, denominiranim v EUR[55]), in denominiranostjo javnega dolga v EU na drugi strani. Podatki iz literature (Darpeix[56]) kažejo, da je velika večina (približno 90 %) kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev, ki jih izdajo države EU (ne glede na to, ali spadajo v euroobmočje), izražena v EUR, le približno 5 % pa jih je denominiranih v USD. Neusklajenost med denominiranostjo skladov in razpoložljivih instrumentov javnega dolga pomeni, da skladi denarnega trga s konstantno NVS v EU večinoma vlagajo v instrumente, ki jih izdajajo ZDA in Združeno kraljestvo[57].

Glede na izide posvetovanja se vlagatelji v sklade denarnega trga s konstantno NVS, denominirane v USD in GBP, tudi z uvedbo kvote javnega dolga v EU verjetno ne bi preusmerili v sklade denarnega trga, denominirane v EUR, za naložbe v instrumente javnega dolga, in sicer iz dveh razlogov.

- Prvič, ker stranke večinoma upoštevajo vidike državnega in valutnega tveganja skupaj. Stranke, ki vlagajo v sklade denarnega trga, denominirane v USD, na primer želijo izpostavljenost dolgu in valuti v ZDA in ne v EU. To je tesno povezano tudi z gospodarsko funkcijo skladov denarnega trga, ki ponujajo shranjevanje likvidnosti v dani valuti.
- In drugič, ker obstajajo tveganja, povezana z majhno razpršenostjo in razmeroma nizko likvidnostjo kratkoročnega javnega dolga, denominiranega v EUR. Povratne informacije deležnikov kažejo, da skladi denarnega trga raje vlagajo v sredstva z zapadlostjo, manjšo od treh mesecev, kar je na trenutnem trgu za javni dolg, denominiran v EUR, težko doseči.

---

55 Na podlagi podatkov ESMA, 8. februar 2023: „EU MMF market 2023“ (Trg skladov denarnega trga v EU 2023).

56 Darpeix, P., marec 2022, „The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know“ (Trg za kratkoročne dolžniške vrednostne papirje: kaj vemo in česa ne), Authorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings.

57 Skladi denarnega trga iz več razlogov običajno ne delujejo v različnih valutah. Čeprav bi to do določene mere lahko omogočili z zavarovanjem pred izpostavljenostjo valutnemu tveganju prek valutnih izvedenih finančnih instrumentov, bi bilo to občutno predrago.

Druga težava je, da bi taka kvota lahko imela negativne posledice za finančno stabilnost. Banke potrebujejo izpostavljenost javnemu dolgu, da izpolnijo likvidnostne zahteve iz okvira Basel II. Kvota vsaj 80 % javnega dolga v EU bi pomenila, da bi bili skladi denarnega trga osredotočeni na iste instrumente kot banke. Posledično bi veliko število vlagateljev vlagalo v iste razrede sredstev, zaradi česar bi se povečalo tveganje širjenja negativnega vpliva in finančne nestabilnosti v kriznih razmerah zaradi skupnih osnovnih izpostavljenosti, ki bi povečale povratno zanko med finančnim in državnim tveganjem.

Glede na predhodno analizo ostajajo pozitivne strani uvedbe kvote vsaj 80 % javnega dolga v EU za sklade denarnega trga v EU vprašljive. Ne glede na to se lahko tudi brez uvedbe kvote po nedavnem povečanju obrestnih mer v euroobmočju na trgu pojavi več skladov denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga, kar bi lahko pomagalo uvrstiti več kratkoročnih instrumentov državnega dolga v EUR v sklade denarnega trga s konstantno NVS za naložbe v instrumente javnega dolga v EU.

4. SKLEPI

To poročilo izpolnjuje mandat iz člena 46(1) in člena 46(2) uredbe o skladih denarnega trga, v skladu s katerim mora Komisija Evropskemu parlamentu in Svetu predložiti poročilo, v katerem oceni ustreznost uredbe o skladih denarnega trga z vidika skrbnega in varnega poslovanja ter z gospodarskega vidika.

V poročilu je prikazano, da je uredba o skladih denarnega trga uspešno prestala test likvidnosti v zaostrenih razmerah, s katerim so se skladi denarnega trga soočili med pretresi na trgu marca 2020, povezanimi s pandemijo COVID-19, nedavnim povečanjem obrestnih mer in povezanim ponovnim oblikovanjem cen finančnih sredstev. Nobenemu skladu denarnega trga s sedežem v EU v teh izjemnih dogodkih ni bilo treba uvesti provizij za odkup ali omejitev odkupa oziroma začasno ustaviti odkupov. Podobno so skladi denarnega trga, osredotočeni na sredstva v GBP, prestali pritiske za odkup, povezane z izjemnimi situacijami na trgih državnih obveznic septembra 2022.

To nakazuje, da so zaščitni ukrepi iz uredbe o skladih denarnega trga delovali ustrezno. Sem spadajo zaščitni ukrepi, ki so bili zasnovani za to, da skladom denarnega trga s stabilno NVS (skladom denarnega trga s konstantno NVS in skladom denarnega trga z manjšim nihanjem NVS) omogočijo, da še naprej uporabljajo metodo odplačne vrednosti pod določenimi pogoji, ne da bi pri tem nastali sistemska tveganja in škoda za vlagatelje.

Uredba o skladih denarnega trga je z uvedbo posebnega režima občutno okrepila regulativni okvir za sklade denarnega trga v EU, za katere so prej veljala različna pravila. Vendar pa so po petih letih uporabe uredbe o skladih denarnega trga v tem poročilu ugotovljene pomanjkljivosti, ki bi jih bilo treba nadalje oceniti. Rezultati posvetovanja z deležniki in nedavni razvoj trga kažejo zlasti na to, da bi bilo mogoče nadalje povečati odpornost skladov denarnega trga v EU, predvsem z ločitvijo potencialnega aktiviranja orodij za upravljanje likvidnosti od regulativnih pragov likvidnosti. Poleg tega so v poročilu poudarjene strukturne težave, ki so sicer zunaj skladov denarnega trga in s tem tudi presegajo uredbo o skladih denarnega trga, vključno s tistimi, ki so povezane s trgi za kratkoročno financiranje. Navedene strukturne težave bi bilo treba nadalje oceniti in so trenutno predmet podrobnejše analize na ravni FSB.

Nenazadnje, skladi denarnega trga v EU bodo imeli koristi od pregleda direktive o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov in direktive o KNPVP[58], ki je trenutno v teku in katerega namen je uvesti nova harmonizirana pravila za povečanje razpoložljivosti orodij za upravljanje likvidnosti za odprte sklade. Novi okvir orodij za upravljanje likvidnosti bo dodatno okrepil odpornost upravljanja likvidnosti skladov denarnega trga v EU v primeru izjemnih situacij.

[58] Skladi denarnega trga, ki delujejo v EU, morajo biti vzpostavljeni bodisi z direktivo o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov bodisi z direktivo o KNPVP in izpolnjevati njune zahteve. Predlog Komisije je dostopen na naslovu: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Financial-services-review-of-EU-rules-on-alternative-investment-fund-managers_sl.