ЕВРОПЕЙСКА
КОМИСИЯ

Брюксел, 20.7.2023 г.
COM(2023) 452 final

ДОКЛАД НА КОМИСИЯТА ДО ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И СЪВЕТА

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

СЪДЪРЖАНИЕ

1. ВЪВЕДЕНИЕ ... 3

1.1. Контекст ... 3

1.2. Правно основание за доклада ... 4

1.3. Методика и консултационен процес ... 4

2. СЕКТОРЪТ НА ФПП ПОНАСТОЯЩЕМ ... 5

2.1. Ключови промени, въведени с Регламента за ФПП ... 5

2.2. Пазарната структура понастоящем ... 7

2.3. Неотдавнашно развитие на пазара и извлечени поуки ... 11

3. ЦЕЛЕСЪОБРАЗНОСТ НА РЕГЛАМЕНТА ЗА ФПП ОТ ГЛЕДНА ТОЧКА НА ПРУДЕНЦИАЛНИТЕ И ИКОНОМИЧЕСКИТЕ АСПЕКТИ ... 16

3.1. ФПП и дългови инструменти, емитирани или гарантирани от държави — членки на ЕС 16

3.2. Единни определения за висока и изключително висока ликвидност и кредитно качество на прехвърлими активи ... 17

3.3. Въздействие на Регламента за ФПП върху пазарите за краткосрочно финансиране ... 18

3.4. Регулаторни промени на международно равнище ... 20

3.4.1. Намаляване на риска от изтегляне на средства ... 21

3.4.2. Засилване на ликвидността на ФПП и капацитета им да поемат загуби ... 22

3.4.3. Други мерки ... 24

3.5. Възможности за установяване на минимална квота от 80 % по отношение на държавните дългови инструменти на ЕС ... 24

4. ЗАКЛЮЧЕНИЯ ... 25

СЪКРАЩЕНИЯ

ДЛУАИФ	Директива относно лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове
ФПП с постоянна НСА	ФПП с постоянна нетна стойност на активите
ЕЦБ	Европейска централна банка
ЕОЦКП	Европейски орган за ценни книжа и пазари
ЕССР	Европейски съвет за системен риск
EUR	Евро
СФС	Съвет за финансова стабилност
GBP	Британска лира
ФПП със слабо променлива НСА	ФПП със слабо променлива нетна стойност на активите
ФПП	Фонд на паричния пазар
Регламент за ФПП	Регламент (ЕС) 2017/1131 относно фондовете на паричния пазар
НСА	Нетна стойност на активите
НКО	Национални компетентни органи
USD	Щатски долар
ПКИПЦК	Предприятие за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа
ФПП с променлива НСА	ФПП с променлива нетна стойност на активите
АСП	Активи със седмичен падеж

1. ВЪВЕДЕНИЕ

1.1. Контекст

Регламент (ЕС) 2017/1131 относно фондовете на паричния пазар (Регламентът за ФПП) беше предложен след световната финансова криза, която разкри някои слабости на финансовите пазари и техните регулаторни режими по света. Влизането в сила на този регламент през януари 2019 г. доведе до значително засилване на регулаторния режим за ФПП в ЕС в резултат на препоръките на Съвета за финансова стабилност (СФС), Международната организация на комисиите по ценни книжа (IOSCO)[1] и Европейския съвет за системен риск (ЕССР).

Новата регулаторна рамка беше изпитана в практиката чрез пазарния стрес във връзка с пандемията от COVID-19. Въздействието на този стрес върху ФПП не беше еднакво в отделните юрисдикции поради различията в структурата на пазарите на ФПП (например преобладаващите видове ФПП, профилите на инвеститорите и базисните инвестиции) и остатъчните различия в регулаторната рамка за ФПП. Основните централни банки, като Европейската централна банка (ЕЦБ) и Федералният резерв на САЩ, предприеха различни мерки за смекчаване на последиците, включително окончателни покупки на търговски ценни книжа[2] на първичния и вторичния пазар, предоставяне на кредити на банките за закупуване на активи от ФПП (Федералният резерв) и разширяване на приемливото обезпечение при операции по рефинансиране до необезпечени банкови облигации (ЕЦБ). Тези намеси подобриха ликвидността и доверието на пазарите на краткосрочни дългови инструменти, което допринесе и за намаляване на темпа на откупуване на ценни книжа от ФПП. Въпреки че през март 2020 г. и други периоди на пазарен стрес имаше значителни изходящи парични потоци от някои видове ФПП, не се наложи нито един ФПП от ЕС да задейства такси или ограничения за откупуване[3] или да преустанови откупуването.

След свързания с COVID-19 пазарен стрес световните и европейските пруденциални органи започнаха работа по предложения за политики за повишаване на устойчивостта на ФПП. По-специално СФС[4], ЕССР[5] и Европейският орган за ценни книжа и пазари (ЕОЦКП)[6] предложиха различни реформи, за да се гарантира, че ФПП не засилват шока

---

[1] Международната организация на комисиите по ценни книжа (IOSCO) извърши партньорска проверка на изпълнението на реформите на ФПП в различните юрисдикции и на 20 ноември 2020 г. публикува тематичен преглед относно последователността в изпълнението на реформите на фондовете на паричния пазар. Докладът потвърждава високата степен на съответствие на постигнатите регулаторни цели с първоначалните препоръки.

[2] „Търговска ценна книга: необезпечено обещание за плащане на определена сума на определен падеж, емитирана на приносител“ (МВФ, 2003 г.). Търговските ценни книжа се емитират предимно от нефинансови предприятия.

[3] С таксите за откупуване като инструмент за управление на ликвидността обикновено се налага фиксирана такса на инвеститорите, които продават акции на фонда (обикновено в рамките на предварително определен период). Ограниченията за откупуване са инструмент за управление на ликвидността, който не позволява на инвеститорите във фонда да изтеглят част от капитала си за определен период от време.

[4] СФС, 11 октомври 2021 г., Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience (Предложения за политики за повишаване на устойчивостта на фондовете на паричния пазар).

[5] ЕССР, 2 декември 2021 г., Recommendation on reform of money market funds (Препоръка относно реформирането на фондовете на паричния пазар).

[6] ЕОЦКП, 14 февруари 2022 г., ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation (Становище на ЕОЦКП относно прегледа на Регламента за фондовете на паричния пазар).

на ликвидността по време на стрес. Едно от тези предложения е да се премахне възможността ФПП със слабо променлива нетна стойност на активите (ФПП със слабо променлива НСА) да използват отчитане по амортизирана стойност. Това обаче може да намали ефективността на ФПП като алтернатива на банковите депозити за управление на ликвидността и да ограничи възможностите за управление на ликвидните средства на търговските предприятия[7].

1.2. Правно основание за доклада

Настоящият доклад е изготвен в съответствие с член 46, параграф 1 от Регламента за ФПП, съгласно който от Комисията се изисква да оцени функционирането на Регламента за ФПП въз основа на анализ на действащите правила от пруденциална и икономическа гледна точка и след консултации с ЕОЦКП и, при целесъобразност, с ЕССР, както и в съответствие с член 6, параграф 2, в който се посочват условията, които трябва да бъдат взети предвид в настоящия доклад. В този член от Комисията се изисква също така да прецени дали трябва да се направят промени в режима на ФПП с постоянна НСА и ФПП със слабо променлива НСА, инвестиращи в държавни дългови инструменти.

1.3. Методика и консултационен процес

Настоящият доклад се основава на редица проучвания, проведени от европейски и международни органи. Мнението на заинтересованите страни беше взето предвид както в доклада на СФС[8], така и в становището на ЕОЦКП[9]. Последните доклади, както и препоръките на ЕССР[10], съдържат обширни набори от данни и доказателства от надзорните органи. ЕЦБ публикува оценка на ефективността на регулаторната рамка на ЕС от гледна точка на финансовата стабилност въз основа на поведението на ФПП по време на кризата, свързана с COVID-19[11]. Докладът е допълнен с информация и от академични статии.

От 12 април до 20 май 2022 г. Комисията проведе консултация със заинтересованите страни, за да събере мненията им относно функционирането на Регламента за ФПП[12]. Общо 48 респонденти са отговорили. Повече от две трети от респондентите са посочили, че Регламентът за ФПП е ефективен в постигането на основните си цели по отношение на осигуряването на ликвидност, повишаването на защитата на инвеститорите, предотвратяването на риска от разпространение на проблемите и

---

[7] ФПП със стабилна НСА, инвестиращи в непублични дългови инструменти, имат характеристики, подобни на депозитите, инвестират в пасиви, емитирани от банки, и се използват от нефинансови предприятия като инструмент за управление на ликвидността.

[8] СФС, 11 октомври 2021 г., Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience (Предложения за политики за повишаване на устойчивостта на фондовете на паричния пазар).

[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] ЕЦБ, октомври 2022 г., „Is the EU Money Market Fund Regulation fit for purpose? Lessons from the COVID-19 turmoil“ („Регламентът на ЕС относно фондовете на паричния пазар подходящ ли е за постигане на целите си? Изводи от сътресенията във връзка с пандемията от COVID-19“), поредица от работни документи, № 2737.

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

подобряването на прозрачността, надзора и финансовата стабилност на единния пазар. Тези респонденти смятат, че Регламентът за ФПП е допринесъл за интеграцията на капиталовите пазари и е направил ФПП по-устойчиви, по-специално чрез правилата в него за кредитното качество[13] и състава на активите[14]. Мненията, получени от заинтересованите страни, показват също така, че е важно да се осигури съгласуваност на правилата на равнището на ЕС, както и да се засили надзорът. Освен това трансграничните инвеститори оценяват факта, че Регламентът за ФПП им дава възможност да управляват ликвидните средства в световен мащаб чрез стандартен процес както от счетоводна гледна точка, така и от гледна точка на управлението на риска.

2. СЕКТОРЪТ НА ФПП ПОНАСТОЯЩЕМ

2.1. Ключови промени, въведени с Регламента за ФПП

Преди въвеждането на Регламента за ФПП по-голямата част от ФПП в ЕС функционираха съгласно правилата на Директивата относно ПКИПЦК[15], актовете за нейното изпълнение и насоките за нейното прилагане, както и кодексите за поведение в сектора. Франция, Ирландия и Люксембург са основните места на установяване на ФПП в ЕС. Люксембург и Ирландия развиха сектор на ФПП с постоянна НСА в чуждестранна валута, насочен към институционални инвеститори от държави извън ЕС.

С Регламента за ФПП се въведе специализиран и значително по-развит регулаторен режим за ФПП в ЕС. По-специално той имаше за цел да се преодолеят предизвикателствата, свързани с кредитния и ликвидния риск, пред които бяха изправени ФПП по време на кризата от 2008 г. Чрез хармонизиране на основните характеристики на продуктите, които представляват ФПП, с рамката също така се установи уеднаквено равнище на защита на инвеститорите чрез правила относно ликвидността и управлението на ликвидния риск, включително ликвидни буфери, активите, в които ФПП могат да инвестират, диверсификацията, оценяването и вътрешната оценка на кредитното качество. С него също така се повиши прозрачността по отношение на инвеститорите и надзора, включително чрез всеобхватно отчитане пред националните компетентни органи (НКО).

Освен това с Регламента за ФПП изрично се забранява „външно подпомагане“, за да се избегне рискът от разпространяване на проблемите между сектора на ФПП и останалата част от финансовия сектор. Политиката „Познавай клиента си“ задължава лицата, управляващи всички видове ФПП, да предвиждат последиците от искания за откупуване, получени едновременно от няколко инвеститора. Всички лица, управляващи ФПП, трябва да адаптират действителното ниво на ликвидност към конкретните нужди от парични средства на своите клиенти във всеки един момент от техния счетоводен цикъл.

---

13 Членове 19—23 от Регламент (ЕС) 2017/1131 (Регламент за ФПП).

14 Членове 8—18 от Регламент (ЕС) 2017/1131 (Регламент за ФПП).

15 Директива 2009/65/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 13 юли 2009 г. относно координирането на законовите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК).

С Регламента за ФПП беше създаден нов вид ФПП — ФПП със слабо променлива НСА — който да замени ФПП с постоянна НСА, инвестиращи в непублични дългови инструменти. Както на ФПП с постоянна НСА, инвестиращи в държавни дългови инструменти, така и на ФПП със слабо променлива НСА се разрешава да използват отчитане по амортизирана стойност, за да предложат стабилна цена на откупуване, но само ако стойността на базисните активи не се отклонява с повече от 20 базисни пункта от пазарната стойност на нетните активи на фонда[16]. Двете стойности се публикуват ежедневно. Ако отклонението надхвърли 20 базисни пункта, ФПП със слабо променлива НСА трябва да премине от постоянна НСА към променлива НСА[17].

Спазването на Регламента за ФПП доведе до някои правни и оперативни разходи за лицата, управляващи активи, които трябваше да прехвърлят съществуващите фондове към новия режим, да повишат прозрачността, да подобрят процесите си за управление на риска и да наблюдават отблизо своите инвестиции и свързания с тях кредитен и ликвиден риск — всичко това, за да се гарантира спазването на изискванията за ликвидност. Последици за разходите имаше и за трети страни — дистрибутори, платформи и попечители. Инвеститорите във ФПП се нуждаеха от допълнително време и ресурси, за да изградят инвестиционни политики, контрол и надзор около рамката, касовите системи и счетоводните процеси, както и да гарантират, че одиторите се чувстват комфортно с новите структури на ФПП от гледна точка на паричните средства и паричните еквиваленти. Резултатите от консултациите обаче не показаха прекомерни разходи и не разкриха значителен потенциал за опростяване.

В своето проучване „Market Insights“ от октомври 2020 г. Европейската асоциация на дружествата за управление на активи отбеляза, че строгите регулаторни изисквания, въведени с Регламента за ФПП, и повишените разходи за спазването им са довели до намаляване с 16 % на броя на ФПП на ПКИПЦК през първото тримесечие на 2019 г., тъй като редица лица, управляващи активи, са избрали да закрият своите ФПП, особено малките ФПП, или са ги преобразували в краткосрочни облигационни фондове. Освен това някои фондове вече не отговаряха на по-строгите регулаторни изисквания, наложени от Регламента за ФПП, и следователно вече не отговаряха на изискванията за ФПП. Въпреки намаляването на броя на ФПП, през 2019 г. и 2020 г. европейските ФПП отбелязаха стабилни нетни входящи парични потоци.

Таблица 1: Основни характеристики и защитни мерки за ФПП в ЕС

	Краткосрочен ФПП			**Стандартен ФПП**
	Със стабилна НСА		**С променлива НСА**	
Наименование	ФПП с постоянна нетна стойност на активите, инвестиращ в	ФПП със слабо променлива нетна стойност	Краткосрочен ФПП с променлива	Стандартен ФПП с променлива

[16] Отличителната черта на ФПП с постоянна НСА и ФПП със слабо променлива НСА, инвестиращи в държавни дългови инструменти, е закръглянето на НСА до втория знак след десетичната запетая, което обаче е възможно само в рамките на коридор от 20 базисни пункта за ФПП със слабо променлива НСА (спрямо четвъртия знак след десетичната запетая за ФПП с променлива НСА). Закръглянето означава, че не е необходимо инвеститорите да признават много малките нереализирани капиталови печалби и загуби в портфейла, когато откупуват акции.

[17] Регламентът за ФПП налага редица други правила за портфейла и оценяването, насочени към защитата на инвеститорите и стабилността на финансовия пазар.

	държавни дългови инструменти (ФПП с постоянна НСА, инвестиращ в държавни дългови инструменти)[18]	на активите (ФПП със слабо променлива НСА)[19]	НСА[20]	НСА[21]
Държавни дългови инструменти	Мин. 99,5 % в държавни дългови инструменти, обратни репо сделки, обезпечени с държавен дълг, и в парични средства	Разрешено		
Среднопретеглен срок до падежа (матуритет)[22]	Макс. 60 дни			Макс. 6 месеца
Среднопретеглена продължителност[23]	Макс. 120 дни			Макс. 12 месеца
Срок до падежа на активите	Макс. 397 дни			Макс. 2 години с дата на актуализация на 397 дни
Активи с дневен падеж	Мин. 10 %		Мин. 7,5 %	
Активи със седмичен падеж	Мин. 30 % (от които държавните дългови инструменти са ограничени до 17,5 %)		Мин. 15 %	

2.2. Пазарната структура понастоящем

Съгласно член 46, параграф 2, буква а) от Регламента за ФПП от Комисията се изисква да прави анализ на натрупания опит при прилагането на посочения регламент, неговото въздействие върху инвеститорите, ФПП и лицата, управляващи ФПП в Съюза.

В края на 2021 г. ФПП в еврозоната държаха общо активи на стойност около 1,5 трилиона евро, разпределени между ФПП с постоянна НСА, инвестиращи в държавни дългови инструменти (11 % от общо управляваните активи), ФПП със слабо

[18] ФПП с постоянна нетна стойност на активите, инвестиращ в държавни дългови инструменти в съответствие с член 2, параграф 11 от Регламента за ФПП.

[19] ФПП със слабо променлива нетна стойност на активите в съответствие с член 2, параграф 12 от Регламента за ФПП.

[20] ФПП с променлива НСА, управляван като краткосрочен ФПП в съответствие с член 2, параграф 14 от Регламента за ФПП.

[21] ФПП с променлива НСА, управляван като стандартен ФПП в съответствие с член 2, параграф 15 от Регламента за ФПП.

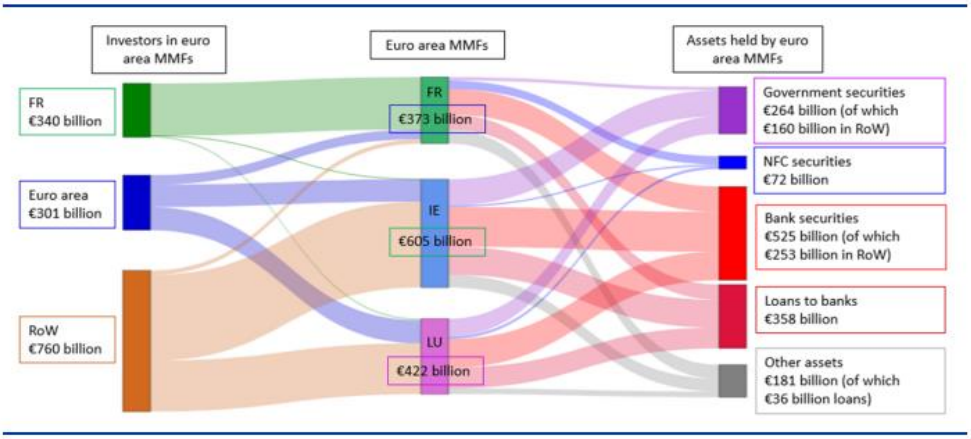
[22] По смисъла на член 2, параграф 19 от Регламента за ФПП.

[23] По смисъла на член 2, параграф 20 от Регламента за ФПП.

променлива НСА (46 %), краткосрочни ФПП с променлива НСА (12 %) и стандартни ФПП с променлива НСА (31 %). ФПП в ЕС са предимно в евро (42 %), щатски долари (31 %) и британски лири (22 %) и са концентрирани в няколко държави, главно Ирландия, Люксембург и Франция, които представляват съответно 42 %, 26 % и 25 % от общо управляваните активи на ФПП в ЕС[24].

ФПП с постоянна НСА и ФПП със слабо променлива НСА, инвестиращи в държавни дългови инструменти, са предимно в щатски долари и британски лири и са установени в Ирландия и Люксембург**.** ФПП в евро са структурирани основно като стандартни ФПП с променлива НСА и са установени предимно във Франция (192 фонда към декември 2021 г.).

Фигура 1: Кой инвестира във ФПП в еврозоната и къде инвестират тези ФПП след това?
Източник: Макропруденциален бюлетин на ЕЦБ, април 2021 г.



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.

Търговски предприятия и институционални инвеститори държат по-голямата част от акциите/дяловете на ФПП в еврозоната, както е показано на фигура 2[25]. Делът на професионалните инвеститори представлява 95 % от НСА за ФПП с постоянна НСА и 99 % за ФПП със слабо променлива НСА. По отношение на ФПП с променлива НСА делът на инвеститорите на дребно е малко по-висок, съответно 13 % и 12 % за краткосрочните и стандартните ФПП с променлива НСА[26].

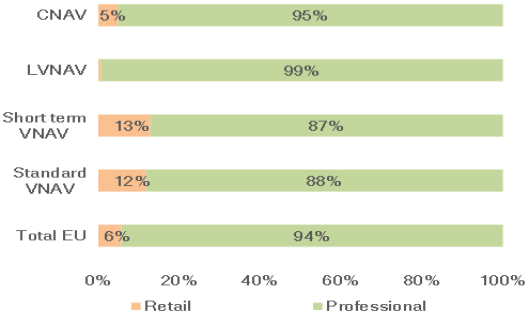
Както е показано на фигура 3, финансовите институции са основните инвеститори във всички видове ФПП, като представляват 59 % от НСА, докато нефинансовите предприятия представляват 19 % от НСА.

Инвеститорите от държави извън ЕС преобладават в Люксембург и Ирландия, както е показано на фигура 4. Инвеститорите от държави извън ЕС представляват над 77 % от

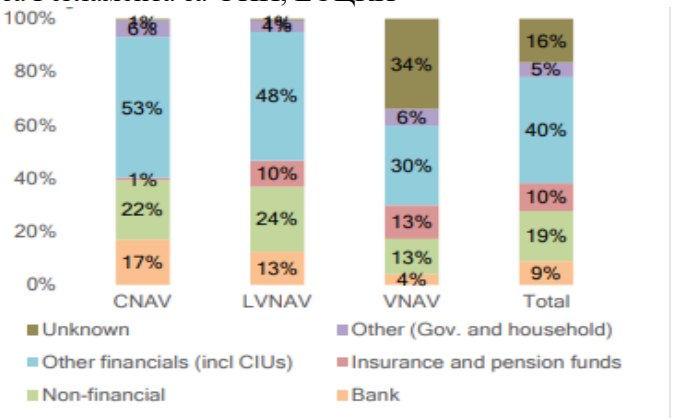
24 Вж. също докладите на ЕОЦКП и ЕССР.
25 ЕОЦКП, 8 февруари 2023 г: „Пазарът на ФПП в ЕС към 2023 г.“
26 Това до голяма степен се дължи на ФПП, установени във Франция, при които делът на инвеститорите на дребно представлява 12 % от НСА поради наличието на схеми за спестяване за служители.

НСА на ФПП в Ирландия, и почти 63 % — в Люксембург. В случая на ФПП в Ирландия това са предимно инвеститори, установени в Обединеното кралство (60 % от техните инвеститори въз основа на притежаваната сума). Това отразява значението на ФПП във валути на държави извън ЕС, установени в тези държави членки. За разлика от тях, френските местни инвеститори представляват близо 76 % от НСА във Франция.

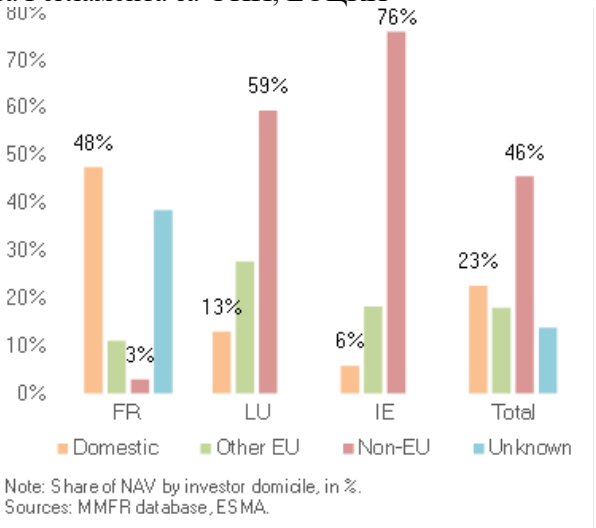
Фигура 2: Инвеститори на дребно спрямо професионални инвеститори във ФПП (% от общата НСА)
Източник: Доклад за пазара, ЕОЦКП, 2023 г.



Фигура 3: Видове инвеститори във ФПП по сектори (% от общата НСА)
Източник: База данни за Регламента за ФПП, ЕОЦКП



Фигура 4: Дял на НСА по място на установяване на инвеститора (в %)
Източник: База данни за Регламента за ФПП, ЕОЦКП



От дискусиите с инвеститори на ФПП и отговорите от консултацията със заинтересованите страни бе подчертано, че най-важни за избора на инвестиция на инвеститорите са следните критерии: ликвидност в рамките на деня/дневна ликвидност, запазване на капитала и диверсификация. Други характеристики на ФПП в ЕС, като качество на портфейла или норма на възвръщаемост, също са посочени от инвеститорите като важни при избора им на инвестиция. ФПП се използват главно като инструмент за управление на ликвидността.

Акциите на ФПП се считат за „*парични средства и парични еквиваленти*“ съгласно счетоводния стандарт МСС7[27]. Това се отнася за ФПП със стабилна НСА и ФПП със слабо променлива НСА поради стабилната им стойност и възможността за откупуване в рамките на един ден. В някои юрисдикции това счетоводно третиране се прилага и за ФПП с променлива НСА. От отговорите на консултацията на Комисията е видно, че принуждаването на търговските предприятия да инвестират в други инструменти с различни характеристики би създало несигурност за счетоводното третиране на тези продукти като „*парични средства или парични еквиваленти*“ и също така би ограничило възможностите за управление на паричните средства на търговските предприятия, тъй като другите инструменти може да не предлагат дневна ликвидност.

ФПП с постоянна НСА, инвестиращи в държавни дългови инструменти, трябва да инвестират 99,5 % от активите си в държавни дългови инструменти, в обратни репо сделки, обезпечени с държавен дълг, и в парични средства. ФПП със слабо променлива НСА и ФПП с променлива НСА инвестират предимно в инструменти на паричния пазар (67 % от общите им активи), допълнени от депозити, репо сделки и обратни репо сделки и други краткосрочни активи.

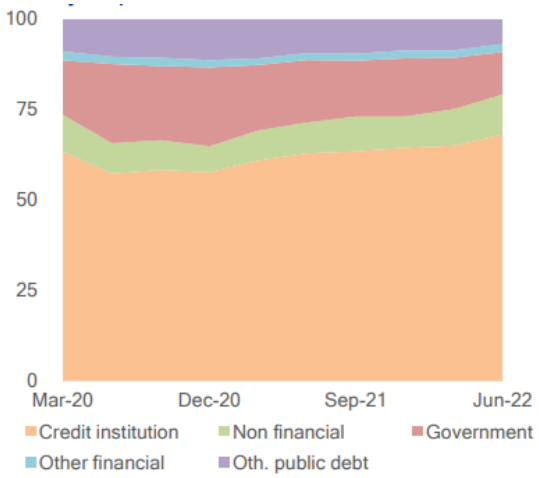
Както е показано на фигура 5, ФПП в ЕС имат експозиция главно към финансовия сектор, включително кредитни институции, чиито ценни книжа възлизат на над 60 % от всички инструменти на паричния пазар, държани от ФПП в ЕС. Експозициите към нефинансови предприятия остават ограничени (10 % от инструментите на паричния пазар) и се държат главно от ФПП с променлива НСА[28]. Като цяло ФПП в ЕС държат между 50 % и 70 % от финансовите търговски ценни книжа и прехвърляеми депозитни сертификати в евро[29] (СФС, 2021 г.).

Фигура 5: Инструментите на паричния пазар, държани от ФПП, имат експозиция главно към финансовия сектор (% от държаните инструменти на паричния пазар)
Източник: База данни за Регламента за ФПП, Eikon, НКО, ЕОЦКП.

[27] Регламент (ЕС) № 1126/2008, Международен счетоводен стандарт 7, параграф 6: „*Парични еквиваленти — краткосрочни високоликвидни инвестиции, които са леснообръщаеми в конкретни парични суми и са свързани с незначителен риск от промяна в стойността им.*“

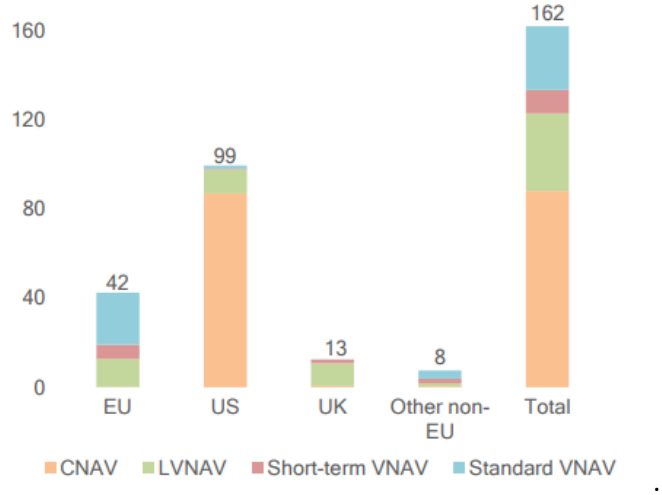
[28] ЕОЦКП, 8 февруари 2023 г: „Пазарът на ФПП в ЕС към 2023 г.“

[29] Депозитни сертификати: „сертификат, издаден от банка, с който се потвърждава депозит в тази банка за определен период от време при определен лихвен процент“ (МВФ, 2003 г.).



Както е показано на фигура 6, по-голямата част от експозициите към държавни дългови инструменти на ФПП в ЕС са към държави извън ЕС (74 % от експозициите към държавни дългови инструменти в края на 2021 г.). Тези експозиции се държат главно от ФПП със стабилна НСА. Последните значително намалиха държаните от тях държавни облигации от 62 % от общите активи през юни 2021 г. до 32 % през юни 2022 г. Едновременно с това те увеличиха експозициите си към репо пазара, водени от очакването за промяна на лихвените проценти. Делът на държавните облигации в портфейлите на ФПП със слабо променлива НСА се увеличи значително през 2020 г., но през 2021 г. и първата половина на 2022 г. се върна към състава отпреди пандемията от COVID-19. Обикновено делът на държавния дълг на ФПП с променлива НСА е по-малък, средно 7 % от активите им[30].

Фигура 6: Експозиция към държавен дълг в края на 2021 г., в млрд. евро.
Източник: База данни за Регламента за ФПП, НКО, ЕОЦКП



2.3. Неотдавнашно развитие на пазара и извлечени поуки

През последните години имаше няколко предизвикали стрес събития, които поставиха на изпитание рамката за ФПП. През март 2020 г. пандемията от COVID-19 доведе до внезапно нарастване на търсенето на сигурни и ликвидни активи както във финансовия, така и в нефинансовия сектор. Пазарната ликвидност се влоши значително на широк

[30] Пак там.

кръг пазари и предизвика безпрецедентни намеси от страна на централните банки. Стойността на основните индекси на фондовия пазар спадна с над 30 % в рамките на няколко седмици, а през първите месеци на пандемията нестабилността на финансовите пазари значително се увеличи. Поради общата несигурност инвеститорите се колебаеха дали да инвестират на финансовите пазари, което доведе до големи загуби при оценяването.

Корпоративните облигации и ФПП също бяха подложени на значителен стрес. Доходността на корпоративните облигации нарасна значително през февруари и март 2020 г. ФПП с експозиция към частни пазари, т.е. ФПП със слабо променлива НСА и ФПП с променлива НСА в ЕС и нискорисковите ФПП в САЩ[31], отбелязаха големи изходящи парични потоци. ФПП със слабо променлива НСА, установени в ЕС, бяха засегнати от изходящи парични потоци в размер на 51,4 млрд. евро през март 2020 г.[32] и се сблъскаха с предизвикателства при продажбата на своите търговски книжа и депозитни сертификати, тъй като банките не желаеха или не можеха да изкупят обратно тези книжа, включително собствените си книжа[33].

Стресът беше особено силен за ФПП със слабо променлива НСА в щатски долари, както е показано на фигура 7 и в съответната литература[34]. Тъй като държаните от тях активи със седмичен падеж (АСП) се доближиха до регулаторния минимум от 30 %, някои инвеститори може да са били обезпокоени от нарастващата вероятност лицата, управляващи фондове, да използват инструменти за управление на наличната ликвидност (т.е. такси за ликвидност или ограничения за откупуване). Опасенията относно използването на инструменти за управление на ликвидността бяха особено силни на пазара в САЩ, което може да се обясни с факта, че инвеститорите от ЕС като цяло са по-спокойни по отношение на таксите, отколкото инвеститорите от САЩ, поради познаването на таксите при ПКИПЦК. Както е показано на фигура 7, това доведе до разпространение на ефектите към ФПП, установени в ЕС, като комбинацията от откупуване от ФПП със слабо променлива НСА в щатски долари и записвания във ФПП с постоянна НСА, инвестиращи в държавни дългови инструменти, в щатски долари беше с подобен размер, отразявайки потенциален ефект на заместване (или „бягство към качеството“).

---

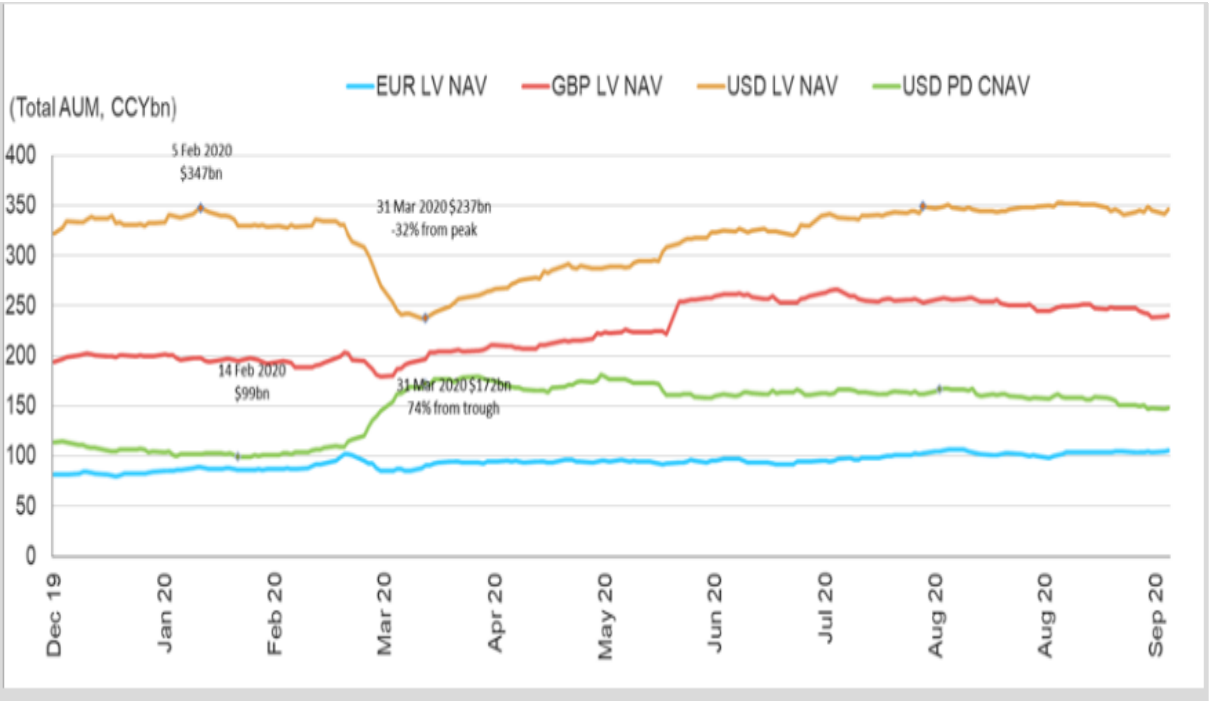
31 Нискорисков ФПП е вид американски фонд на паричния пазар, който инвестира основно в непублични ценни книжа.

32 ЕОЦКП, септември 2021 г., Доклад за тенденциите, рисковете и уязвимостите, № 2, 2021 г.

33 Търговските ценни книжа и депозитните сертификати обикновено се държат до падежа и дори да са с много кратък срок до падежа, вторичният им пазар не е ликвиден дори в нормални условия. Същевременно ФПП представляват значителна част от търсенето на тези инструменти.

34 Както се обсъжда в различни доклади, включително Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience (Предложения за политики за повишаване на устойчивостта на фондовете на паричния пазар) на СФС от октомври 2021 г., Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds (MMFs) (Бележка относно системната уязвимост на фондовете на паричния пазар (ФПП) и предварителни съображения за реформиране на политиката) на ЕССР от юли 2021 г. и статията на ЕЦБ от април 2021 г. в Макропруденциален бюлетин, озаглавена „How effective is the EU Money Market Fund Regulation? Lessons from the COVID-19 turmoil“ („Колко ефективен е Регламентът на ЕС за фондовете на паричния пазар? Изводи от сътресенията във връзка с пандемията от COVID-19“).

Фигура 7: Промени в управляваните активи на различните видове ФПП около март 2020 г. Източник: Европейска асоциация на дружествата за управление на активи: по данни от Fitch Ratings, iMoneyNet.



Данните[35] сочат, че ФПП със слабо застъпени АСП са отчели по-големи изходящи парични потоци, отколкото ФПП с високо застъпени АСП. Този анализ може да се тълкува като доказателство, че институционалните инвеститори са откупували от ФПП, за да не бъдат подложени на такси и ограничения. Освен това от проучванията на Avalos и Xia (2021 г.)[36], Darpeix (2021 г.)[37] и Dunne и Giuliana (2021 г.)[38] е видно, че коефициентите за ликвидност са били ключови фактори за откупуване при ФПП със слабо променлива НСА, но не и при ФПП с променлива НСА, като по този начин се изтъкват възможни нежелани ефекти на прага.[39] Предвид мащаба на кризата и глобалното икономическо положение, предизвикано от пандемията, основните централни банки предприеха редица действия в подкрепа на капиталовите пазари. Тази подкрепа се осъществи чрез:

---

35 ЕОЦКП, 2021 г., Доклад за тенденциите, рисковете и уязвимостите, № 1, 2021 г.

36 Avalos, F. и Xia, D. (2021 г.), „Investor size, liquidity and prime money market fund stress“ („Размер на инвеститорите, ликвидност и стрес на нискорисковите фондове на паричния пазар“), BIS Quarterly Review Special Feature, стр. 17—29.

37 Darpeix, P.-E. и Mosson, N. (2021 г.), „Detailed analysis of the portfolios of French money market funds during the COVID-19 crisis in early 2020“ („Подробен анализ на портфейлите на френските фондове на паричния пазар по време на кризата, свързана с COVID-19, в началото на 2020 г.), AMF (Орган за финансовите пазари).

38 Dunne, P. и Raffaele, G. (2021 г.), „Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?“ („Лимитът на ликвидността засилва ли откупуването във фондовете на паричния пазар по време на кризата, свързана с COVID?“), работен документ на ЕССР № 127.

39 ЕОЦКП, 14 февруари 2022 г., ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation (Становище на ЕОЦКП относно прегледа на Регламента за фондовете на паричния пазар).

- окончателни покупки на депозитни сертификати и търговски ценни книжа в национална валута (ЕЦБ,[40] Централната банка на Англия[41], Федералния резерв), на първичния или на вторичния пазар,
- разширяване на допустимото обезпечение с необезпечени облигации, емитирани от банки (ЕЦБ)
- и механизми за предоставяне на заеми за банките за закупуване на активи от ФПП (Федералния резерв)[42].

В резултат на намесата на централните банки исканията за обратно изкупуване се забавиха, а ликвидността на паричните пазари на базисни активи се подобри. Въпреки че тези намеси имаха за цел преди всичко да възстановят доверието в дълбочината и ликвидността на пазарите на краткосрочно финансиране, те също така донесоха косвени ползи за ФПП в ЕС.

Пазарните сътресения през март 2020 г. показаха, че някои сегменти на финансовите пазари не са в състояние да поемат значително и внезапно нарастване на натиска от продажби. Това може би се дължи и на факта, че предлагането на ликвидност от страна на дилърите е по-ограничено и реагира по-слабо на внезапни увеличения на търсенето, отколкото преди финансовата криза от 2008 г. Въпреки това през март 2020 г. нито един ФПП в ЕС не трябваше да въвежда такси или ограничения за откупуване или да преустановява откупуването. Освен това нито един ФПП със слабо променлива НСА не надхвърли праговете, определени в Регламента за ФПП, за да бъде преобразуван във ФПП с променлива НСА (отклонението на пазарната НСА от постоянната НСА се доближи до лихвен диапазон от 20 базисни пункта за някои ФПП със слабо променлива НСА в щатски долари). Тези резултати обаче следва да се тълкуват предпазливо и да се разглеждат в контекста на намесите на централните банки, които подкрепиха пазарите.

От февруари 2022 г. насам нахлуването на Русия в Украйна и свързаното с него геополитическо напрежение оказват влияние върху финансовите пазари, най-вече върху цените на стоките и свързаните с тях деривати. Тъй като ФПП в ЕС инвестират във високоликвидни активи с кратък срок до падежа и минимален кредитен риск, те не бяха засегнати от значителни загуби или изходящи парични потоци. ФПП се адаптираха към ситуацията, като пренасочиха държаните от тях активи към инструменти с още по-кратък срок до падежа, които са по-малко изложени на лихвен риск[43], и като увеличиха ликвидността си. Налице са някои признаци на косвено

---

[40] През март 2020 г. ЕЦБ обяви допълнителна подкрепа за паричните пазари в евро, като разшири съществуващата си програма за покупки от сектора на търговските предприятия, за да включи нефинансови търговски ценни книжа в евро с остатъчен падеж от едва 28 дни (намален от по-ранния минимум от 6 месеца). Така програмата на ЕЦБ за покупки от търговски предприятия донесе полза на ФПП в национална валута само косвено, като допринесе за възстановяване на доверието в пазарите на базисни активи в евро.

[41] Paolo Cavallino и Fiorella De Fiore, 5 юни 2020 г., „Central banks' response to COVID-19 in advanced economies“ („Отговор на централните банки във връзка с пандемията от COVID-19 в развитите икономики“), BIS Bulletin № 21.

[42] Въпреки това ФПП в ЕС със слабо променлива НСА в щатски долари не отговаряха на условията за ползване на механизмите на ЕЦБ и механизмите за предоставяне на заеми на ФПП на Федералния резерв и първоначално претърпяха изходящи парични потоци, но бързо се възстановиха след съобщенията на централните банки.

[43] Активите с по-малка дюрация се сблъскват с по-малка промяна в цената след сътресение, претърпяно от лихвените проценти. Средно ФПП са намалили значително среднопретегления си срок до

въздействие от страна на инвеститорите, които продават други активи или се сблъскват с искания за предоставяне на допълнително обезпечение и използват ФПП в ЕС, за да съхраняват или да получат достъп до ликвидност. Входящите и изходящите парични потоци обаче изглеждаха по-скоро балансирани и в тази ситуация не се наложи нито един ФПП в ЕС да въвежда такси за откупуване или да преустанови откупуването.

През септември 2022 г. възникналият на пазара в Обединеното кралство стрес засегна и онези ФПП в ЕС, които имаха значителна експозиция към активи от Обединеното кралство и/или имаха инвеститори от Обединеното кралство (по-специално ирландските ФПП, за които приблизително 60 % от инвеститорската база по размер е притежание на Обединеното кралство). Според наличните данни е имало косвено въздействие върху ФПП в британски лири, свързано главно с нуждата на инвеститорите от бърз достъп до ликвидност вследствие на увеличените искания за предоставяне на допълнително обезпечение и принудителните продажби, особено от страна на фондове с инвестиционни стратегии, основани на пасиви[44]. При някои ФПП в британски лири се наблюдаваха засилени изходящи парични потоци (пет фонда отбелязаха кумулативен изходящ поток от над 10 %)[45] малко след обявяването на „минибюджета“ на Обединеното кралство на 23 септември 2022 г.

Ситуацията бързо се промени в обратна посока след намесата на Централната банка на Англия в подкрепа на пазара на държавни ценни книжа. През октомври 2022 г. ФПП в ЕС в британски лири отбелязаха входящи парични потоци от близо 30 %. Освен това през последната седмица на септември 2022 г. ФПП в ЕС в британски лири предприеха стъпки за засилване на устойчивостта си, като увеличиха дела на ликвидните активи в портфейлите си, а дневните и седмичните нива на ликвидност се повишиха значително[46].

Въпреки че един ФПП със слабо променлива НСА беше близо до нарушаване на регулаторното ограничение за отклонение на НСА, изглежда, че като цяло секторът се задържа добре и изпълни ролята си при осигуряването на краткосрочно съхранение на ликвидността. Случаят с инвестициите, основани на пасиви, подчертава ролята на ФПП като инструменти за управление на ликвидността за институционалните инвеститори. Това показва също така колко е важно да се запази устойчивостта на сектора на ФПП на различни видове икономически сътресения.

През март 2023 г. не се наблюдава значително въздействие върху ФПП в ЕС вследствие на сътресенията в банковия сектор. В САЩ сривът на Silicon Valley Bank накара някои вложители да поставят под въпрос сигурността на банковите депозити, особено на тези, които надвишават регулаторното ограничение на защита. Това предизвика преориентиране към американски ФПП, които предлагаха по-висока доходност и по-добра гъвкавост. Освен това банковите сътресения доведоха до увеличаване на входящите парични потоци по овърнайт репо сделките на Федералния резерв (ON RRP) през последните седмици на март 2023 г. След поглъщането на Credit Suisse от UBS

падежа, който достига най-ниското си ниво за 10 години от 19 дни спрямо предишните нива от близо 50 дни в края на 2020 г. и 2021 г.

44 Тези стратегии се използват най-вече от пенсионните фондове с дефинирани доходи, които използват ливъридж, за да могат да постигнат съответствие между своите активи и пасиви в условията на ниски лихвени проценти.

45 ЕОЦКП, февруари 2023 г., Доклад за тенденциите, рисковете и уязвимостите, № 1, 2023 г.

46 ЕОЦКП, февруари 2023 г., Доклад за тенденциите, рисковете и уязвимостите, № 1, 2023 г.

към ФПП в ЕС също се наблюдаваха значителни входящи парични потоци, включително 17,7 млрд. евро във ФПП в евро през март 2023 г., което може да се разглежда като показател, че пазарните участници възприемат сектора на ФПП в ЕС като устойчив.

3. ЦЕЛЕСЪОБРАЗНОСТ НА РЕГЛАМЕНТА ЗА ФПП ОТ ГЛЕДНА ТОЧКА НА ПРУДЕНЦИАЛНИТЕ И ИКОНОМИЧЕСКИТЕ АСПЕКТИ

В следващия раздел се прави преглед на целесъобразността на Регламента за ФПП от гледна точка на пруденциалните и икономическите аспекти в съответствие с изискванията на член 46, параграф 2 от посочения регламент.

ФПП са отделна категория инвестиционни фондове, които са тясно свързани, от една страна, с предприятията, работещи в реалната икономика и банковия сектор, а от друга — с ключови части от финансовите пазари. Те имат важна двойна икономическа функция като инструмент за управление на ликвидността и паричните средства и като инструмент за краткосрочно финансиране за финансови и нефинансови предприятия. Те не са хомогенни и тяхната структура и рискови характеристики се различават в различните юрисдикции[47].

3.1. ФПП и дългови инструменти, емитирани или гарантирани от държави — членки на ЕС

Съгласно член 46, параграф 2, букви б) и в) от Регламента за ФПП от Комисията се изисква да направи оценка на ролята, която ФПП играят при закупуване на дългови инструменти, емитирани или гарантирани от държавите членки, и да вземе предвид характеристиките на тези дългови инструменти и ролята им при финансирането на държавите членки.

Поради сравнително ниската ликвидност и дългите падежи на дълговите инструменти, емитирани или гарантирани от държавите — членки на ЕС, ФПП в ЕС не инвестират значително в такива ценни книжа. В замяна на това по-голямата част от експозицията на ФПП от ЕС към държавни дългови инструменти е към държави извън ЕС (119 млрд. евро в края на 2021 г., 74 % от общата експозиция към държавни дългови инструменти). По-специално държавният дълг на САЩ представлява почти изцяло държавен дълг, държан от ФПП със стабилна НСА (88 млрд. евро в края на 2021 г.). По отношение на ФПП със слабо променлива НСА държавният дълг на ЕС представляваше 36 % от експозицията му към държавни облигации в края на 2021 г., докато държавните облигации на Обединеното кралство и САЩ представляваха около 60 %. За разлика от другите видове ФПП, по-голямата част от държавния дълг, държан от ФПП с променлива НСА, са инструменти на ЕС, които представляват над 75 % от експозицията им към държавен дълг в края на 2021 г.[48] Като цяло обаче ФПП с променлива НСА имат по-малък дял на държавен дълг в сравнение с другите видове ФПП (само 7 % от активите им).

[47] СФС, 11 октомври 2021 г., Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience (Предложения за политики за повишаване на устойчивостта на фондовете на паричния пазар).

[48] ЕОЦКП, 8 февруари 2023 г: „Пазарът на ФПП в ЕС към 2023 г.“

Съгласно Регламента за ФПП държавният дълг с по-дълъг остатъчен срок до падежа[49] все още може да представлява до 17,5 процентни пункта от изискваните 30 % активи със седмичен падеж за ФПП със слабо променлива НСА или ФПП със стабилна НСА, инвестиращи в държавни дългови инструменти. Респондентите, участвали в консултацията, посочват, че таванът от 17,5 % изглежда несъвместим с третирането на държавния дълг в други законодателни рамки (раздел 3.2). Регламентът за ФПП обаче позволява на ФПП да инвестират до 100 % от активите си в държавни дългови инструменти, а ограниченията са насочени единствено към ликвидните буфери на ФПП със слабо променлива НСА и ФПП със стабилна НСА, инвестиращи в държавни дългови инструменти, поради по-дългия срок до падежа и по-високата степен на нестабилност на тези активи в сравнение с активите със седмичен падеж. Респондентите, участвали в консултацията, посочват също, че много инвеститори използват ФПП със стабилна НСА, инвестиращи в държавни дългови инструменти, поради нежелание или невъзможност да инвестират в кредитни портфейли. Това обикновено се дължи на специфични изисквания за обезпечение, капиталови или регулаторни изисквания, например позициите на ликвидност да бъдат обезпечени само с държавен дълг, или регулаторни изисквания като висококачествени ликвидни активи. Други инвеститори посочват, че въпреки че инвестициите във ФПП със стабилна НСА, инвестиращи в държавни дългови инструменти, се правят с цел диверсификация, размерът на тези пазари не е достатъчно голям, за да бъдат задоволени нуждите на някои инвеститори от управление на ликвидността.

3.2. Единни определения за висока и изключително висока ликвидност и кредитно качество на прехвърлими активи

Съгласно член 46, параграф 2, буква г) от Регламента за ФПП от Комисията се изисква да вземе под внимание доклада, посочен в член 509, параграф 3 от Регламент (ЕС) № 575/2013.

С член 509, параграф 3 от Регламент (ЕС) № 575/2013 на ЕБО се възлага да докладва на Комисията относно подходящи единни определения за висока и изключително висока ликвидност и кредитно качество на прехвърлимите активи. Банките инвестират в тези активи, за да спазят регулаторните изисквания за ликвидност съгласно правилата, определени от Базелския комитет по банков надзор.

ЕБО публикува този доклад на 20 декември 2013 г.[50], като същевременно препоръча емпиричните му заключения да бъдат допълнени с качествена/експертна преценка, която да се основава и на надзорни съвети. Въз основа на емпиричен анализ на широк спектър от финансови активи, търгувани в ЕС, ЕБО направи разграничение между активи с висока ликвидност и качество и активи с изключително висока ликвидност и качество. В съответствие с международните стандарти ЕБО препоръча всички дългови инструменти, емитирани или гарантирани от държави и централни банки от Европейското икономическо пространство в национална валута, както и тези,

[49] Докато са високоликвидни и тяхното откупуване и сетълмент могат да бъдат извършени в рамките на един работен ден, тези активи могат да се причислят към активите със седмичен падеж с остатъчен срок до падежа от 190 дни.

[50] Работно направление 5 (РН 5): Доклад за коефициента на краткосрочното ликвидно покритие в съответствие с член 481, параграф 1 от Регламента за капиталовите изисквания (РКИ) (europa.eu).

емитирани или гарантирани от наднационални институции, да се разглеждат като прехвърлими активи с изключително висока ликвидност и кредитно качество.

Управлението на ликвидния риск за лицата, управляващи активи, включва редица защитни мерки: разсрочени падежи, по-специално за по-малко ликвидните активи, дневни и седмични групи за ликвидност в зависимост от срока до падежа на активите в портфейла, правила за кредитното качество на активите, познаване на инвеститорската база на ФПП, както и правила за поведението и ликвидността на активите и тяхната корелация. От 2017 г. насам се обръща повишено внимание на засилването на управлението на ликвидния риск, включително чрез работа по стрес тестовете на ФПП, прозрачността и надзора, определението за ликвидни активи и допустимостта на активите по отношение на изискванията за ликвидност.

Съгласно правилата на ЕС за управление на активи ликвидността на даден актив не може да се предполага автоматично и трябва да се извърши подходящ тест за ликвидност. За тази цел лицата, управляващи активи, трябва да въведат подходящ процес на управление на риска, който систематично се преразглежда и адаптира към техните инвестиционни стратегии и към вида на инвеститорите (политика „Познавай клиента си“). Ликвидността и кредитното качество се измерват за всеки отделен случай на ниво финансови инструменти и на ниво цялостен портфейл.

Ето защо, въпреки че някои активи могат да се считат за високоликвидни или изключително високоликвидни съгласно банковата рамка на ЕС, това може да не е автоматично така в контекста на ФПП и ще е необходим анализ на всеки отделен случай, за да се определи ликвидността и кредитното качество на активите на фонда.

3.3. Въздействие на Регламента за ФПП върху пазарите за краткосрочно финансиране

Съгласно член 46, параграф 2, буква д) от Регламента за ФПП от Комисията се изисква да вземе предвид въздействието на посочения регламент върху пазарите за краткосрочно финансиране.

ФПП са част от по-широката екосистема на краткосрочното финансиране. Сътресенията през март 2020 г. разкриха някои структурни уязвимости, пропуски в данните и регулаторна несигурност на европейските пазари за краткосрочно финансиране. Въпреки че са извън обхвата на Регламента за ФПП, те продължават да бъдат важни за стабилното функциониране на ФПП в ЕС.

Пазарът за краткосрочно финансиране е извънборсов пазар с посредничеството на дилъри. Съществуват данни, че този пазар за краткосрочно финансиране е фрагментиран и непрозрачен[51]. Информацията от значение е разпръсната на множество места за търговия, като нито едно от тях не е в състояние да предостави цялостна

[51] Darpeix, P., март 2022 г., „The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know“, Authorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings („Пазарът за краткосрочни дългови ценни книжа в Европа: какво знаем и какво не знаем“, Орган за финансовите пазари, Картографиране на рискове и тенденции).

картина на пазара поради непълно отчитане, неясен обхват на действие, непоследователна терминология и др.

От проучването също така става ясно, че дейността на вторичния пазар (търсене, предлагане, цена, обеми и т.н.) е почти изцяло непрозрачна. Това затруднява определянето на цените, създава неефективност на тези пазари и води до трудности за ФПП да наблюдават по подходящ начин рисковете при ситуация на стрес. Това също така пречи на регулаторните органи да направят точна оценка на структурната пазарна ликвидност. Повишената прозрачност може да допринесе за това пазарите за краткосрочно финансиране да станат по-динамични и по-устойчиви, като по този начин се намали и рискът, свързан с ФПП, в случай на силен стрес.

Повечето респонденти в консултацията, включително респонденти от финансовия сектор и от надзорните органи, посочиха, че е необходимо да се повиши прозрачността и да се подпомогне определянето на цените на пазарите за краткосрочни ценни книжа, като се изисква оповестяване на повече данни за това какво се търгува и за непогасените суми.

Освен това, като се имат предвид по-ниската ликвидност и липсата на прозрачност на този пазар, съществува риск евентуален пазарен стрес да обхване и други ФПП по силата на верижния ефект. За да могат да удовлетворят исканията за обратно изкупуване, ФПП трябва да инвестират в достатъчно ликвидни активи. Такива ликвидни инструменти включват обратни репо сделки (често овърнайт), съкровищни бонове и банкови депозити. Други инструменти (депозитни сертификати, търговски ценни книжа) невинаги могат да бъдат продадени бързо (тъй като обикновено се държат до срока на падежа и вторичните пазари не са достатъчно дълбоки, което засилва въздействието върху цената, ако бъдат продадени), но имат много кратък срок до падежа. Ако настъпи изтегляне на средства, ФПП първо ще използват постъпленията от активите с изтичащ срок до падежа или ще прекратят обратните си репо сделки, за да удовлетворят исканията за обратно изкупуване. Ако изтеглянето продължи, ФПП ще продадат ликвидните си активи, без да продължават да инвестират в краткосрочни инструменти, което ще доведе до внезапно прекъсване на източниците на финансиране за дружествата.

По принцип динамиката на верижния ефект може да се избегне, ако ФПП могат да инвестират паричните си средства в инструменти, чието бързо изтегляне не би довело до верижен ефект на пазара. Един от инструментите, които отговарят на това изискване, е депозит в самата централна банка. Пример за такава договореност може да се намери в САЩ, където ФПП могат да пласират излишните си парични средства чрез механизъм за овърнайт репо сделка на Федералния резерв на САЩ (ON RRP). В допълнение към предотвратяването на динамиката на верижния ефект в ситуации на ликвидна криза, този механизъм също така дава предимство на сектора на ФПП в САЩ в сравнение с този на ФПП в ЕС по отношение на гъвкавостта при управлението на входящите ликвидни потоци[52]. Пример за това е банковата криза, предизвикана от срива на Silicon Valley Bank, която доведе до увеличаване на входящите парични потоци към ФПП в САЩ, в резултат на което се увеличи използването на механизма на Федералния резерв през последните седмици на март 2023 г. До март 2023 г. ФПП и

[52] Решението за създаване на такъв ликвиден механизъм за ФПП обаче е извън компетентността на Европейската комисия и е в правомощията на ЕЦБ.

други допустими участници държаха повече от 2,3 трилиона щатски долара в този механизъм[53].

3.4. Регулаторни промени на международно равнище

Съгласно член 46, параграф 2, буква е) от Регламента за ФПП от Комисията се изисква да вземе предвид регулаторните промени на международно равнище.

Събитията, свързани с пандемията, предизвикаха силен натиск за по-нататъшно укрепване на регулаторната рамка за ФПП. Това доведе до няколко предложения от страна на ЕОЦКП, ЕССР и СФС за реформиране на регулаторната рамка за ФПП, за да се ограничат системните рискове и да се гарантира, че секторът на ФПП може да устои на евентуални бъдещи затруднения с ликвидността или ситуации на пазарен стрес. Вариантите на политиката, предложени от различните органи и институции, могат да бъдат групирани, както следва: 1) намаляване на риска от изтегляне на средства (особено чрез премахване на характеристиките, подобни на депозити, на някои ФПП), 2) засилване на ликвидността на ФПП и капацитета им да поемат загуби и 3) мерки за подготовка при бъдещи кризи. Тези предложения са изброени в таблица 2 и са подробно описани по-долу.

Таблица 2 — Основни предложения за политики

Цели на политиката	Предложения за политики	1) ЕОЦКП	2) ЕССР	3) СФС
Намаляване на риска от изтегляне на средства	Премахване на възможността да се използва амортизираната стойност за ФПП със слабо променлива НСА	Да	Да	Да
	Отделяне на активирането на инструментите за управление на ликвидността от регулаторните прагове за ФПП със слабо променлива НСА и ФПП със стабилна НСА	Да	Да	Да
	Налагане на инвеститорите да поемат разходите по откупуване		Да	Да
Засилване на ликвидността на ФПП и капацитета им да поемат загуби	Правила за използването на инструментите за управление на ликвидността	Да	Да	Да
	Промени в дневния и седмичния коефициент за ликвидност	Да	Да	
	Налагане на минимален дял на инвестициите в държавен дълг	Доброволно държане	Да	
	Повишаване на използваемостта на наличната ликвидност по време на ситуация на стрес	Да	Да	
	Въвеждане на минимално рисково салдо			Да
	Капиталов буфер			Да
Други мерки	Усъвършенстване на рамката за стрес тестове	Да	Да	
	Външно подпомагане (включване на изявление на ЕОЦКП в законодателния акт)	Да		
	Правила за оповестяване на рейтингите на ФПП	Да		

53 Обратни репо сделки — FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK (newyorkfed.org)

	По-усъвършенствани изисквания за отчитане	Да	Да	

- ESMA opinion to reform MMF Regulation (Становище на ЕОЦКП за реформиране на Регламента за ФПП), 14 февруари 2022 г.
- Recommendation of the ESRB on reform of MMF (Препоръка на ЕССР относно реформирането на Регламента за ФПП), 25 януари 2022 г.
- Препоръки на СФС към Г-20 относно реформите на ФПП, 11 октомври 2021 г. (Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience — Предложения за политики за повишаване на устойчивостта на фондовете на паричния пазар).
- Проект на Комисията по ценните книжа и фондовите борси на САЩ (SEC) за изменения на правилата на ФПП, 15 декември 2021 г. (MMF Reforms — Реформи на ФПП) за обществени консултации.
- Съвместен дискусионен документ относно ФПП на Органа за финансов надзор (FCA) и Централната банка на Англия, май 2022 г. (Resilience of Money Market Funds — Устойчивост на фондовете на паричния пазар) открит за консултация до 23 юли 2022 г.

(*) Предложение за изискване за минимално държане на високоликвидни активи, включително държавен дълг, и за максимално държане на активи с по-ниска ликвидност при условия на пазарен стрес (напр. 40 % в депозитни сертификати и търговски ценни книжа на частния сектор).
(**) Централната банка на Англия и Органът за финансов надзор обмислят да започнат консултация относно премахването на стабилната НСА от ФПП със слабо променлива НСА. За ФПП със слабо променлива НСА евентуално ще важат подобни правила като за краткосрочните ФПП с променлива НСА. Те също така обмислят ограничаване на размера на пазара на ФПП със стабилна НСА, инвестиращи в държавни дългови инструменти.

3.4.1. Намаляване на риска от изтегляне на средства

Международни организации и надзорни органи, като ЕССР и ЕОЦКП, препоръчаха ФПП със слабо променлива НСА да станат фондове с променлива НСА по примера на САЩ[54]. Подобна промяна би имала за цел да се намали рискът от изтегляне на средства, причинен от ефекти на прага, като се ограничат възможностите на инвеститорите да откупуват от ФПП по постоянни цени, които в периоди на пазарен стрес невинаги отразяват текущите пазарни оценки на базисните активи. За тази цел те предлагат да се забрани използването на отчитането по амортизирана стойност и свързаното с него закръгляне до втория знак след десетичната запетая, което позволява на ФПП със слабо променлива НСА да предлагат стабилна цена на откупуване.

Този вариант на политиката обаче би означавал радикална промяна на пазара на ФПП в ЕС и по-специално изчезването на пазара на ФПП със слабо променлива НСА. Преминаването от стабилна към променлива НСА ще премахне характеристиките, подобни на депозитите, на тези продукти, което е една от основните цели, сочени от инвеститорите за използването на тези ФПП. По-голямата част от респондентите в консултацията бяха доста критични по отношение на премахването на ФПП със слабо променлива НСА. Повечето респонденти отбелязаха, че в този случай някои инвеститори ще напуснат пазара на ФПП. Ограничената наличност на икономически жизнеспособни алтернативи и заместители на ФПП със слабо променлива НСА може да накара инвеститорите да се насочат към по-слабо регулирани продукти.

Като алтернатива, сегашните инвеститори във ФПП със слабо променлива НСА биха могли да инвестират във ФПП с постоянна НСА, инвестиращи в държавни дългови

[54] Комисията по ценните книжа и фондовите борси (SEC) на САЩ предприе този ход през 2016 г. Реформата на SEC изискваше всички институционални нискорискови ФПП (т.е. недържавни ФПП, използвани от институционални инвеститори) да преминат към променлива НСА. Резултатът от тази реформа е, че активите, инвестирани в тези ФПП на САЩ, се свиха значително през годините, предхождащи прилагането на тези реформи, в полза на държавните ФПП на САЩ (които се характеризират със стабилна НСА).

инструменти (понастоящем 11 % от пазара), във ФПП с плаваща НСА (по-специално краткосрочни ФПП с променлива НСА) или директно на краткосрочния пазар. От отговорите на консултацията със заинтересованите страни обаче става видно, че сегментът на ФПП със стабилна НСА, инвестиращи в държавни дългови инструменти, е твърде малък, за да посрещне нуждите на инвеститорите от управление на паричните средства, и че не отговаря на техните изисквания за ликвидност. От друга страна, респондентите посочват, че премахването на ФПП със слабо променлива НСА ще доведе до увеличаване на конкуренцията за държавни активи, които се използват от банките като висококачествени ликвидни активи, както и от много други инвеститори за целите на управлението на ликвидността.

Някои респонденти посочват, че краткосрочните ФПП с променлива НСА биха могли да бъдат алтернатива, но изтъкват несигурността относно счетоводното им третиране като „парични средства и парични еквиваленти“ в различните юрисдикции. Освен това такива промени биха имали и данъчни последици. Повечето респонденти, участвали в консултацията, посочват, че биха използвали банкови депозити като алтернативни инструменти в случай, че ФПП със слабо променлива НСА вече не са налични, въпреки че банковите депозити биха довели до увеличаване на кредитния риск от контрагента и значително биха намалили диверсификацията на риска в сравнение с диверсифицираните портфейли, предоставяни от ФПП.

Като цяло респондентите в консултацията оцениха полезността на ФПП със слабо променлива НСА и особено оперативната лекота на използване от инвеститорите поради възможността за закръгляне на цената на акциите в рамките на лихвен диапазон от 20 базисни пункта. Ако ФПП със слабо променлива НСА вече не са налични, респондентите се опасяват от липса на алтернативни възможности за инвестиции и диверсификация на риска. Устойчивостта на ФПП със слабо променлива НСА по време на сътресенията през март 2020 г. също следва да се вземе предвид, тъй като през този период нито един ФПП със слабо променлива НСА не е задействал инструменти за управление на ликвидността и се е превърнал във ФПП с променлива НСА.

3.4.2. Засилване на ликвидността на ФПП и капацитета им да поемат загуби

Пруденциалните и надзорните органи предложиха редица варианти на политиката, целящи по-нататъшно засилване на способността на ФПП да удовлетворяват големи искания за обратно изкупуване и да защитават обществения интерес и финансовата стабилност.

Въпреки че връзката между използването на инструменти за управление на ликвидността и нивата на ликвидност не е автоматична в Регламента за ФПП, нарушаването на минималните нива на АСП от 30 % може потенциално да доведе до налагането на ограничения за откупуване или такси. Това изглежда е накарало лицата, управляващи фондове, да не използват държаните от тях АСП за финансиране на увеличените искания за обратно изкупуване през март 2020 г., поради опасението, че нарушаването на минималното ниво на АСП ще предизвика допълнителни искания за обратно изкупуване, тъй като инвеститорите очакват налагането на инструменти за управление на ликвидността. По този начин пълното прекъсване на връзката между потенциалното използване на инструменти за управление на ликвидността и нарушенията на минималните ликвидни средства би могло да увеличи способността на лицата, управляващи фондове, да финансират увеличеното откупуване в периоди на

стрес. Това предложение намира най-голяма подкрепа до момента сред заинтересованите страни.

Предложението за облекчаване на съществуващите ограничения за допустимите държавни дългови активи като част от групите за ликвидност се подкрепя силно от ЕЦБ, която иска инвестициите в тези активи да станат задължителни. Мненията на заинтересованите страни се разделят по отношение на задължителния характер и равнището на инвестициите в такива активи. Това е свързано с променливото въздействие на тези инвестиции върху рентабилността на ФПП и наличието на допустим държавен дълг. Заинтересованите страни също така изразяват известни опасения относно прехвърлянето на ликвидния риск върху пазара на държавни дългови инструменти. Въпреки че държавният дълг може да служи като важен инструмент за управление на ликвидността за ФПП, неотдавнашната криза в Обединеното кралство показа, че той не е устойчив на случаи на волатилност на цените. Освен това има риск увеличението на съществуващите ограничения за допустимите държавни дългови активи да доведе до прекомерно концентриране на инвестициите на ФПП в тези ценни книжа, докато диверсификацията на инвестициите в различни класове активи е важна защитна мярка.

В по-общ план предложенията за увеличаване на минималния размер на ликвидните активи, въпреки че не са противоречиви по същество, са трудни за изпълнение и могат да доведат до непредвидени последици. Въпреки че в правилата за коефициента на краткосрочното ликвидно покритие се предвижда определение за висококачествени ликвидни активи, в сектора на управлението на активи определено е трудно да се дефинират ликвидните активи (например държавните облигации също могат да се сблъскат с условия на пазарен стрес). Освен това лицата, управляващи ФПП, управляват ликвидността с цялостен подход, включващ разсрочени падежи, използване на обратни репо сделки и характеристики на тяхната инвеститорска база (включително концентрация на инвеститорите). Също така допълнителните твърди прагове биха довели до липса на гъвкавост при прилагането на политиките на лицата, управляващи активи, за управление на ликвидния риск, включително стрес тестовете, с потенциални нежелани ефекти.

Съществуват разнопосочни мнения сред заинтересованите страни, основани на ролята и функциите на ФПП, относно действителното въздействие на препоръките за предоставяне на възможност на лицата, управляващи фондове, да прехвърлят разходите за откупуване върху инвеститорите (чрез налагане на различни видове инструменти за управление на ликвидността въз основа на цените, известни също като суинг ценообразуване), препоръчани от СФС и ЕССР и предложени от Комисията по ценни книжа и фондови борси на САЩ. В съответствие с препоръките на СФС и ЕССР, предложението за преразглеждане на Директивата относно лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове (ДЛУАИФ), и Директивата за ПКИПЦК има за цел да се разшири обхвата на инструментите за управление на ликвидността на фондовете в ЕС и да се хармонизират начините, по които те се използват. За ФПП в ЕС ще има ползи от прегледа на ДЛУАИФ/Директивата за ПКИПЦК, с който на лицата, управляващи активи, ще бъде позволено да избират най-подходящите инструменти за управление на ликвидността от специален списък.

СФС представи предложения за увеличаване на капацитета на ФПП за поемане на загуби, включително чрез налагане на ограничения върху акциите, които могат да бъдат откупени незабавно (това е известно като „минимално рисково салдо“), и чрез

изискване ФПП да поддържат капиталови буфери, например извън ФПП в доверителна сметка, финансирана от лицата, управляващи фонда. Тези решения биха намалили стартовото преимущество, тъй като биха смекчили риска от налагане на останалите инвеститори да поемат загуби. Такива решения обаче или не са изпитани и зависят от значителни оперативни корекции (за „минималното рисково салдо“), или биха оскъпили дейността на ФПП и по този начин вероятно биха довели до закриване на някои фондове (за капиталовите буфери) и по-ниска възвръщаемост за инвеститорите.

3.4.3. Други мерки

ЕОЦКП и СФС предложиха и редица допълнителни мерки, които не са пряко свързани с операциите на ФПП и заслужават допълнителна оценка. Те са свързани главно с отчитането и стрес тестовете. По аналогичен начин могат да бъдат оценени и други предложения на заинтересованите страни, като например засилване на надзора.

3.5. Възможности за установяване на минимална квота от 80 % по отношение на държавните дългови инструменти на ЕС

Съгласно член 46, параграф 2 от Регламента за ФПП от Комисията се изисква да направи оценка на възможностите за установяване на квота от 80 % по отношение на държавните дългови инструменти на ЕС.

В настоящия доклад се взема предвид наличието на краткосрочни държавни дългови инструменти на ЕС и се извършва оценка по въпроса дали ФПП със слабо променлива НСА могат да бъдат подходяща алтернатива на ФПП с постоянна НСА, инвестиращи в държавни дългови инструменти в други валути.

В съображение 56 от Регламента за ФПП е изложено, че такава квота може да бъде „*оправдана, от гледна точка на пруденциалния надзор*“, като се има предвид, че „*издаването на краткосрочни държавни дългови инструменти на ЕС се урежда от правото на Съюза“*. Съществуват обаче две основни трудности, които правят подобна квота неосъществима на практика.

Първата трудност е несъответствието между, от една страна, съществуващите понастоящем ФПП с постоянна НСА, инвестиращи в държавни дългови инструменти, в ЕС (които са предимно в щатски долари или британски лири, като съществуват само сравнително малко ФПП с постоянна НСА, инвестиращи в държавни дългови инструменти, в евро[55]) и, от друга страна, деноминацията на държавните дългови инструменти в ЕС. Според данните на Darpeix[56] преобладаващата част (около 90 %) от краткосрочните дългови ценни книжа, емитирани от държави от ЕС (независимо дали принадлежат към еврозоната), са деноминирани в евро и само около 5 % в щатски долари. Несъответствието между деноминациите на самите фондове и наличните държавни дългови инструменти означава, че ФПП в ЕС с постоянна НСА, инвестиращи

[55] По данни на ЕОЦКП, 8 февруари 2023 г.: „Пазарът на ФПП в ЕС към 2023 г.

[56] Darpeix, P., март 2022 г., „The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know“, Authorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings („Пазарът за краткосрочни дългови ценни книжа в Европа: какво знаем и какво не знаем“, Орган за финансовите пазари, Картографиране на рискове и тенденции).

в държавни дългови инструменти, инвестират основно в инструменти, емитирани в САЩ и Обединеното кралство[57].

От резултатите от обществената консултация е видно, че дори при налагането на квота на ЕС по отношение на държавните дългови инструменти инвеститорите във ФПП в щатски долари и британски лири вероятно няма да преминат към ФПП, инвестиращи в държавни дългови инструменти, в евро поради две основни причини.

- Първо, защото клиентите отчитат основно аспектите на държавните дългови инструменти и валутния риск заедно. Например клиентите, инвестиращи във ФПП в щатски долари, искат да имат експозиция към дълговите инструменти и валутата на САЩ, а не към дълговите инструменти и валутата на ЕС. Това е тясно свързано и с икономическата функция на ФПП като средство за съхранение на ликвидност в дадена валута.
- И второ, защото съществуват рискове, свързани с ниската степен на диверсификация и относително ниската ликвидност на краткосрочни държавни дългови инструменти в евро. Обратната информация от заинтересованите страни показва, че ФПП предпочитат да инвестират в активи със срок до падежа под 3 месеца, което е трудно постижимо при сегашния пазар на държавни дългови инструменти в евро.

Втората трудност е, че подобна квота може да има отрицателни последици върху финансовата стабилност. Банките се нуждаят от експозиция към държавни дългови инструменти, за да изпълнят изискванията на Базел II по отношение на ликвидността. Минимална квота от 80 % по отношение на държавните дългови инструменти на ЕС би означавала, че ФПП ще се насочат към същите инструменти като банките. В резултат на това ще има множество инвеститори, които ще инвестират в един и същ клас активи, като по този начин ще се увеличат рисковете от верижен ефект и финансова нестабилност в кризисни ситуации поради общите базисни експозиции, засилващи взаимовръзката между финансовия и суверенния риск.

С оглед на предходния анализ предимствата на установяването на минимална квота от 80 % по отношение на държавните дългови инструменти на ЕС за ФПП в ЕС остават под въпрос. Дори и без налагането на квота обаче, след неотдавнашното повишаване на лихвените проценти в еврозоната на пазара може да се появят повече ориентирани към еврото ФПП със стабилна НСА, инвестиращи в държавни дългови инструменти, което може да спомогне за пласирането на повече краткосрочни държавни дългови инструменти в евро във ФПП със стабилна НСА, инвестиращи в държавни дългови инструменти, в ЕС.

4. ЗАКЛЮЧЕНИЯ

С настоящия доклад се изпълнява правния мандат на Комисията съгласно член 46, параграфи 1 и 2 от Регламента за ФПП да представи на Европейския парламент и на Съвета доклад за преглед на целесъобразността на Регламента за ФПП от гледна точка на пруденциалните и икономическите аспекти.

[57] По различни причини ФПП обикновено не смесват валути. Въпреки че биха могли да го направят до известна степен чрез хеджиране на експозиции към валутен риск чрез валутни деривати, това би било твърде скъпо в значителна степен.

От доклада става видно, че Регламентът за ФПП е преминал успешно теста на засегналите ФПП затруднения с ликвидността по време на свързаните с COVID-19 пазарни сътресения през март 2020 г., неотдавнашните увеличения на лихвените проценти и свързаното с тях преоценяване на финансовите активи. На нито един установен в ЕС ФПП не се наложи да въвежда такси или ограничения за откупуване или да преустановява откупуването по време на тези предизвикали стрес събития. Аналогично, ФПП в ЕС, насочени към активи в британски лири, устояха на натиска на откупуването, свързан със ситуацията на стрес на пазара на държавни ценни книжа през септември 2022 г.

Този опит показва, че защитните мерки в Регламента за ФПП действат според предвиденото. Това включва защитните мерки, които бяха разработени, за да позволят на ФПП със стабилна НСА (ФПП с постоянна НСА и ФПП със слабо променлива НСА) да продължат да използват, при определени условия, метода на амортизираната стойност, без да се създават системни рискове и да се вреди на инвеститорите.

С въвеждането на специализиран режим Регламентът за ФПП значително укрепи регулаторната рамка за ФПП в ЕС, които преди това подлежаха на различни правила. След пет години прилагане на Регламента за ФПП обаче в настоящия доклад са установени недостатъци, които следва да бъдат допълнително оценени. По-конкретно от резултатите от консултацията със заинтересованите страни и неотдавнашните промени на пазара е видно, че може да има възможност за по-нататъшно повишаване на устойчивостта на ФПП в ЕС, по-специално чрез отделяне на потенциалното активиране на инструментите за управление на ликвидността от регулаторните прагове за ликвидност. Също така в настоящия доклад са откроени структурни проблеми, които са външни за ФПП, а следователно и за Регламента за ФПП, включително проблеми, свързани с краткосрочните пазари на базисни активи. Тези структурни проблеми изискват допълнителна оценка и понастоящем са предмет на по-задълбочен анализ на равнището на СФС.

И накрая, за ФПП в ЕС ще има ползи от текущия преглед на ДЛУАИФ и Директивата за ПКИПЦК[58], с който се цели да се въведат нови хармонизирани правила, за да се увеличи достъпността на инструментите за управление на ликвидността за фондовете от отворен тип. С тази нова рамка за инструментите за управление на ликвидността ще се засили допълнително устойчивостта на управлението на ликвидността на ФПП в ЕС в ситуации на стрес.

[58] Като ФПП с дейност в ЕС те трябва да бъдат учредени в съответствие с ДЛУАИФ или Директивата за ПКИПЦК и да отговарят на техните изисквания. Предложението на Комисията може да бъде разгледано на следния адрес: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Financial-services-review-of-EU-rules-on-alternative-investment-fund-managers_bg