IL-KUMMISSJONI
EWROPEA

Brussell, 20.7.2023
COM(2023) 452 final

RAPPORT TAL-KUMMISSJONI LILL-PARLAMENT EWROPEW U LILL-KUNSILL

dwar l-adegwatezza tar-Regolament (UE) 2017/1131 tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill dwar il-fondi tas-suq monetarju mil-lat prudenzjali u ekonomiku

WERREJ

1. INTRODUZZJONI 3

1.1. Sfond 3

1.2. Bażi legali għar-rapport 4

1.3. Metodoloġija u proċess ta' konsultazzjoni 4

2. IS-SETTUR TAL-MMFS ILLUM 5

2.1. Bidliet ewlenin introdotti mir-Regolament MMF 5

2.2. L-istruttura tas-suq illum 7

2.3. L-iżviluppi tas-suq riċenti u t-tagħlimiet meħuda 10

3. L-ADEGWATEZZA TAR-REGOLAMENT MMF MIL-LAT PRUDENZJALI U EKONOMIKU 14

3.1. L-MMFs u d-dejn maħruġ jew iggarantit mill-Istati Membri tal-UE. 14

3.2. Definizzjonijiet uniformi ta' likwidità u kwalità ta' kreditu għoljin ħafna ta' assi trasferibbli 15

3.3. Impatt tar-Regolament MMF fuq is-swieq ta' finanzjament għal terminu qasir 16

3.4. Żviluppi regolatorji fil-livell internazzjonali 17

3.4.1. Tnaqqis tar-riskju ta' assalt 19

3.4.2. Tisħiħ tal-likwidità tal-MMFs u tal-kapaċità tagħhom li jassorbu t-telf 20

3.4.3. Miżuri oħrajn 21

3.5. Il-fattibbiltà tal-istabbiliment ta' kwota minima ta' dejn pubbliku tal-UE ta' 80 % 21

4. KONKLUŻJONI 22

ABBREVJAZZJONIJIET

AIFMD	Direttiva dwar Maniġers ta' Fondi ta' Investiment Alternattivi
CNAV	MMF tal-valur nett tal-assi kostanti
BĊE	Bank Ċentrali Ewropew
ESMA	Awtorità Ewropea tat-Titoli u s-Swieq
BERS	Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku
EUR	Euro
FSB	Bord għall-Istabilità Finanzjarja
GBP	Sterlina tar-Renju Unit
LVNAV	MMF b'volatilità baxxa tal-valur nett tal-assi
MMF	Fond tas-Suq Monetarju
Regolament MMF	Regolament (UE) 2017/1131 dwar il-Fondi tas-Suq Monetarju
NAV	Valur nett tal-assi
NCAs	Awtoritajiet nazzjonali kompetenti
USD	Dollaru Amerikan
UCITS	Impriżi ta' investiment kollettiv f'titoli trasferibbli
VNAV	MMF tal-valur nett tal-assi varjabbli
WMA	Assi li Jimmaturaw kull Ġimgħa

1. INTRODUZZJONI

1.1. Sfond

Ir-Regolament (UE) 2017/1131 dwar il-fondi tas-suq monetarju (ir-Regolament MMF) ġie propost wara l-kriżi finanzjarja globali, li kixfet ċerti dgħufijiet tas-swieq finanzjarji u r-reġimi regolatorji tagħhom madwar id-dinja. Minn meta daħal fis-seħħ f'Jannar tal-2019, dan ir-Regolament saħħaħ b'mod sinifikanti r-reġim regolatorju għall-MMFs fl-UE, wara rakkomandazzjonijiet mill-Bord għall-Istabilità Finanzjarja (Financial Stability Board, FSB), mill-Organizzazzjoni Internazzjonali tal-Kummissjonijiet tat-Titoli (International Organization of Securities Commissions, IOSCO)[1] u mill-Bord Ewropew dwar ir-Riskju Sistemiku (BERS).

Il-qafas regolatorju l-ġdid għadda minn prova mill-istress fis-suq relatat mal-pandemija tal-COVID-19. L-impatt ta' dan l-istress fuq l-MMFs varja bejn il-ġuriżdizzjonijiet minħabba d-differenzi fl-istrutturi tas-swieq tal-MMFs (eż. it-tipi predominanti ta' MMFs, il-profili tal-investituri, u l-investimenti sottostanti) u d-differenzi residwi fil-qafas regolatorju għall-MMF. Banek ċentrali ewlenin bħall-Bank Ċentrali Ewropew (BĊE) u l-Federal Reserve tal-Istati Uniti ħadu diversi miżuri biex itaffu l-effetti, inklużi x-xiri dirett ta' kambjali kummerċjali[2] mis-swieq primarji u sekondarji, li jipprovdu self lill-banek biex jixtru assi mill-MMFs (ir-Riserva Federali), u l-estensjoni tal-kollateral eliġibbli għal operazzjonijiet ta' rifinanzjament għal bonds tal-banek mhux garantiti (BĊE). Dawn l-interventi tejbu l-likwidità u l-fiduċja fis-swieq tad-dejn għal terminu qasir, li kkontribwew ukoll għal tnaqqis fil-pass tat-tifdijiet mill-MMFs. Għalkemm kien hemm flussi ta' ħruġ sostanzjali minn ċerti tipi ta' MMFs f'Marzu 2020 u perjodi oħra ta' stress fis-suq, l-ebda MMF tal-UE ma kien meħtieġ jiskatta t-tariffi jew il-gates ta' tifdija[3] jew jissospendi t-tifdijiet.

Wara l-istress fis-suq tal-COVID-19, l-awtoritajiet prudenzjali globali u Ewropej bdew jaħdmu fuq proposti ta' politika biex iżidu r-reżiljenza tal-MMFs. B'mod partikolari, l-FSB,[4] il-BERS[5] u l-Awtorità Ewropea tat-Titoli u s-Swieq (ESMA)[6] ipproponew diversi riformi biex jiżguraw li l-MMFs ma jamplifikawx ix-xokkijiet tal-likwidità fi żminijiet ta' stress. Waħda minn dawn il-proposti hija li titneħħa l-possibbiltà li l-MMF tal-valur nett tal-assi b'volatilità baxxa (LVNAVs) jużaw kontabilità tal-kost amortizzat. Madankollu, dan jista' jnaqqas l-

---

1 L-Organizzazzjoni Internazzjonali tal-Kummissjonijiet tat-Titoli (IOSCO) wettqet rieżami bejn il-pari tal-implimentazzjoni tar-riformi tal-MMFs fost ġuriżdizzjonijiet differenti u fl-20 ta' Novembru 2020 ippubblikat Rieżami Tematiku dwar il-konsistenza fl-implimentazzjoni tar-riformi tal-Fond tas-Suq Monetarju. Ir-rapport jikkonferma l-grad għoli ta' konformità tal-objettivi regolatorji miksuba mar-rakkomandazzjonijiet inizjali tagħha.

2 Kambjala kummerċjali: wegħda mhux garantita li jitħallas ċertu ammont f'data ta' maturità ddikjarata, maħruġa f'forma ta' portatur" (FMI, 2003) il-kambjali kummerċjali jinħarġu l-aktar minn Korporattivi Mhux Finanzjarji,

3 It-tariffi tat-tifdija bħala għodda ta' mmaniġġar tal-likwidità li normalment timponi tariffa fissa fuq l-investituri li jbigħu ishma ta' fond (tipikament f'perjodu ddeterminat minn qabel). Il-kwoti ta' tifdija huma għodda ta' mmaniġġar tal-likwidità biex l-investituri fil-fond ma jitħallewx jipprelevaw porzjon tal-kapital tagħhom għal perjodu ta' żmien.

4 L-FSB, il-11 ta' Ottubru 2021, Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience

5 Il-BERS, it-2 ta' Diċembru 2021, Rakkomandazzjoni dwar ir-riforma tal-fondi tas-suq monetarju

6 L-ESMA, l-14 ta' Frar 2022, ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation

effettività tal-MMFs bħala alternattivi ta' mmaniġġar tal-likwidità għad-depożiti bankarji, u jillimita l-għażliet ta' ġestjoni tal-flus kontanti tal-korporazzjonijiet.[7]

1.2. Bażi legali għar-rapport

Dan ir-rapport huwa mħejji f'konformità mal-Artikolu 46(1) tar-Regolament MMF, li jirrikjedi li l-Kummissjoni tivvaluta l-funzjonament tar-Regolament MMF fuq il-bażi ta' analiżi tar-regoli kurrenti minn perspettiva prudenzjali u ekonomika, u wara konsultazzjonijiet mal-ESMA u, meta xieraq, mal-BERS, u f'konformità mal-Artikolu 6(2) li jispeċifika l-kundizzjonijiet li dan ir-rapport jeħtieġ li jqis. Dan l-artikolu jirrikjedi wkoll li l-Kummissjoni tivvaluta jekk għandhomx isiru bidliet fir-reġim għall-MMFs tal-valur nett tal-assi kostanti tad-dejn pubbliku (CNAVs) u l-LVNAVs.

1.3. Metodoloġija u proċess ta' konsultazzjoni

Dan ir-rapport jibbaża fuq numru ta' studji mwettqa minn korpi Ewropej u internazzjonali. Kemm ir-rapport tal-FSB kif ukoll[8] l-opinjoni tal-ESMA[9] bbenefikaw mill-feedback tal-partijiet ikkonċernati. Dawn ir-rapporti tal-aħħar kif ukoll ir-rakkomandazzjonijiet tal-BERS[10] fihom settijiet ta' *data* estensivi u evidenza mill-awtoritajiet superviżorji. Il-BĊE ppubblika valutazzjoni tal-effettività tal-qafas regolatorju tal-UE minn perspettiva ta' stabbiltà finanzjarja, ibbażata fuq l-imġiba tal-MMFs matul il-kriżi tal-COVID-19.[11] Id-dokumenti akkademiċi komplew jinformaw dan ir-rapport.

Mit-12 ta' April sal-20 ta' Mejju 2022, il-Kummissjoni wettqet konsultazzjoni mal-partijiet ikkonċernati biex tiġbor il-fehmiet tal-partijiet ikkonċernati dwar il-funzjonament tar-Regolament MMF[12]. Total ta' 48 rispondent issottomettew kontribut. Aktar minn żewġ terzi tar-rispondenti indikaw li r-Regolament MMF kien effettiv fl-ilħuq tal-objettivi ewlenin tiegħu f'termini tal-iżgurar tal-likwidità, taż-żieda fil-protezzjoni tal-investituri, tal-prevenzjoni tar-riskju ta' kontaġju, u tat-titjib tat-trasparenza, tas-superviżjoni, u tal-istabbiltà finanzjarja tas-suq uniku. Dawn ir-rispondenti jqisu li r-Regolament MMF ikkontribwixxa għall-integrazzjoni tas-swieq kapitali u għamel lill-MMFs aktar reżiljenti, b'mod partikolari permezz tar-regoli tiegħu dwar il-kwalità tal-kreditu[13] u l-kompożizzjoni tal-assi[14]. Il-feedback riċevut mill-partijiet ikkonċernati jindika wkoll l-importanza li jiġu żgurati l-konsistenza tar-regoli fil-livell tal-UE u t-tisħiħ tas-superviżjoni. Barra minn hekk, l-investituri transfruntiera japprezzaw ukoll li r-Regolament MMF jagħtihom il-possibbiltà li jwettqu ġestjoni tal-flus kontanti globalment permezz ta' proċess standard kemm mil-lat kontabilistiku kif ukoll minn dak tal-maniġjar tar-riskji.

---

7 L-MMFs tal-NAV stabbli tad-dejn privat għandhom karatteristiċi simili għad-depożiti, jinvestu f'obbligazzjonijiet maħruġa mill-banek, u jintużaw minn korporattivi mhux finanzjarji bħala strument għall-immaniġġar tal-likwidità.

8 L-FSB, il-11 ta' Ottubru 2021, Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience

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 Il-BĊE, Ottubru 2022, "Is the EU Money Market Fund Regulation fit for purpose? Lessons from the COVID-19 turmoil", Serje ta' Dokument ta' Ħidma, Nru 2737

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

13 L-Artikoli 19 – 23 tar-Regolament (UE) 2017/1131 (ir-Regolament MMF)

14 L-Artikoli 8 – 18 tar-Regolament (UE) 2017/1131 (ir-Regolament MMF)

2. IS-SETTUR TAL-MMFS ILLUM

2.1. Bidliet ewlenin introdotti mir-Regolament MMF

Qabel l-introduzzjoni tar-Regolament MMF, il-maġġoranza tal-MMFs fl-UE kienet topera skont ir-regoli tad-Direttiva UCITS,[15] l-atti ta' implimentazzjoni u l-linji gwida tagħha, kif ukoll il-kodiċijiet ta' kondotta tal-industrija. Franza, l-Irlanda u l-Lussemburgu huma d-domiċilji ewlenin tal-MMFs tal-UE. Il-Lussemburgu u l-Irlanda żviluppaw settur tal-MMFs b'CNAV f'muniti barranin immirati lejn investituri istituzzjonali minn barra l-UE.

Ir-Regolament MMF introduċa reġim regolatorju dedikat u ferm aktar żviluppat għall-MMFs fl-UE. B'mod partikolari, kellu l-għan li jindirizza l-isfidi tar-riskju ta' kreditu u ta' likwidità esperjenzati mill-MMFs matul il-kriżi tal-2008. Bl-armonizzazzjoni tal-karatteristiċi essenzjali tal-prodott li kienu jikkostitwixxu MMF, il-qafas stabbilixxa wkoll livell uniformi ta' protezzjoni tal-investituri permezz ta' regoli dwar l-immaniġġar tal-likwidità u tar-riskju ta' likwidità, inklużi riżervi ta' likwidità, l-assi li fihom jistgħu jinvestu l-MMFs, id-diversifikazzjoni, il-valwazzjoni u l-valutazzjoni interna tal-kwalità tal-kreditu. Itejjeb ukoll it-trasparenza fir-rigward tal-investituri u s-superviżjoni, anki permezz ta' rapportar komprensiv lill-Awtoritajiet nazzjonali kompetenti (National Competent Authorities, NCAs).

Barra minn hekk, ir-Regolament MMF espliċitament jipprojbixxi s-"sostenn estern" biex jevita r-riskju ta' kontaġju bejn is-settur tal-MMFs u l-bqija tas-settur finanzjarju. Il-politika ta' "Kun Af lill-Klijent Tiegħek" tobbliga lill-maniġers tat-tipi kollha ta' MMFs jantiċipaw l-effett ta' tifdijiet simultanji minn diversi investituri. Il-maniġers kollha jridu jaġġustaw il-livell attwali ta' likwidità għall-ħtiġijiet speċifiċi ta' flus tal-klijenti tagħhom fi kwalunkwe ħin taċ-ċikli kontabilistiċi tagħhom.

Ir-Regolament MMF ħoloq tip ġdid ta' MMF, l-LVNAV, biex jissostitwixxi s-CNAVs investiti f'dejn mhux pubbliku. B'mod simili għas-CNAVs tad-dejn pubbliku, l-LVNAVs jistgħu jużaw kontabilità tal-kost amortizzat biex joffru prezz tat-tifdija stabbli, iżda biss sakemm il-valur tal-assi sottostanti ma jiddevjax b'aktar minn 20 punt bażi mill-valur tas-suq tal-assi netti tal-fond[16]. Iż-żewġ valuri jiġu ppubblikati kuljum. Jekk id-devjazzjoni taqbeż l-20 punt bażi, il-fond LVNAV ikollu jaqleb minn NAV kostanti għal NAV varjabbli[17].

Il-konformità mar-Regolament MMF iġġenerat xi kostijiet legali u operazzjonali għall-maniġers tal-assi, li kellhom imexxu fondi eżistenti fir-reġim il-ġdid, iżidu t-trasparenza, itejbu l-proċessi tal-immaniġġar tar-riskji tagħhom, u jimmonitorjaw mill-qrib l-investimenti tagħhom u r-riskju ta' kreditu u ta' likwidità relatat, dan kollu biex tkun żgurata l-konformità mar-rekwiżiti ta' likwidità. Kien hemm ukoll implikazzjonijiet fuq il-kostijiet għad-distributuri, għall-pjattaformi u għad-depożitarji terzi. Kienu meħtieġa aktar żmien u riżorsi mill-investituri tal-MMFs biex jinbnew politiki, kontrolli u sorveljanza ta' investiment madwar il-qafas, sistemi tat-teżor u proċessi ta' kontabilità, u biex jiġi żgurat li l-awdituri

[15] Id-Direttiva 2009/65/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill tat-13 ta' Lulju 2009 dwar il-koordinazzjoni ta' liġijiet, regolamenti u dispożizzjonijiet amministrattivi fir-rigward tal- impriżi ta' investiment kollettiv f'titoli trasferibbli (UCITS)

[16] Il-karatteristika distintiva tas-CNAV u tal-LVNM ta' Dejn Pubbliku hija l-ittondjar tal-NAV għat-tieni pożizzjoni deċimali, li madankollu huwa possibbli biss fi ħdan il-kuritur ta' 20bp għal-LVNAVs (meta mqabbla mar-raba' pożizzjoni deċimali għall-VNAVs). L-ittondjar ifisser li l-investituri ma għandhomx bżonn jirrikonoxxu l-qligħ u t-telf kapitali żgħar ħafna mhux realizzati fil-portafoll meta jifdu l-ishma.

[17] Ir-Regolament MMF jimponi numru ta' regoli oħra dwar il-portafoll u l-valwazzjoni li għandhom fil-mira tagħhom il-protezzjoni tal-investituri u l-istabbiltà tas-suq finanzjarju.

kienu komdi bl-istrutturi l-ġodda tal-fondi tal-MMFs minn perspettiva ta' flus kontanti u ta' ekwivalenti ta' flus kontanti. Madankollu, ir-riżultati tal-konsultazzjoni ma indikawx li l-kostijiet huma eċċessivi u ma wrew l-ebda potenzjal ta' simplifikazzjoni mdaqqas.

Fl-istudju tagħha ta' Ottubru 2020 dwar l-Għarfien dwar is-Suq, l-Assoċjazzjoni Ewropea tal-Ġestjoni tal-Fondi u l-Assi nnotat li r-rekwiżiti regolatorji stretti introdotti mir-Regolament MMF u ż-żieda fil-kost tal-konformità regolatorja rriżultaw fi tnaqqis ta' 16 % fin-numru ta' MMFs tal-UCITS fl-ewwel trimestru tal-2019, hekk kif numru ta' maniġers tal-assi għażlu li jagħlqu l-MMFs tagħhom, b'mod partikolari l-MMFs iż-żgħar, jew ikkonvertewhom f'fondi ta' bonds għal terminu qasir. Barra minn hekk, ċerti fondi ma għadhomx jissodisfaw ir-rekwiżiti regolatorji aktar stretti imposti skont ir-Regolament MMF u, għalhekk, ma baqgħux jikkwalifikaw bħala MMFs. Minkejja t-tnaqqis fin-numru ta' MMFs, l-MMFs Ewropej esperjenzaw influssi netti qawwija fl-2019 u fl-2020.

Tabella 1: Karatteristiċi ewlenin u salvagwardji għall-MMFs tal-UE

	MMF għal Terminu Qasir			**MMF b'maturita estiża**
	NAV Stabbli		**Valur Nett tal-Assi Varjabbli (VNAV)**	
Isem	Valur nett tal-assi kostanti tad-dejn pubbliku (CNAV tad-Dejn Pubbliku)[18]	Valur nett tal-assi b'volatilità baxxa (LVNAV)[19]	VNAV għal terminu qasir[20]	VNAV standard[21]
Dejn pubbliku	Min 99,5 % f'dejn pubbliku, retroriakkwist garantit b'dejn tal-gvern u fi flus kontanti	Permess		
Maturità medja ponderata[22]	Massimu ta' 60 jum			Massimu ta' 6 xhur
Durata medja ponderata[23]	Massimu ta' 120 jum			Massimu ta' 12-il Xahar
Maturità tal-assi	Massimu ta' 397 jum			Massimu ta' sentejn b'risettjar ta' 397 jum
Assi li jimmaturaw kuljum	Minimu ta' 10 %		Minimu ta' 7,5 %	
Assi li jimmaturaw kull ġimgħa	Minimu ta' 30 % (li minnu d-dejn pubbliku huwa limitat għal 17,5 %)		Minimu ta' 15 %	

18 MMF tal-Valur Nett tal-Assi Kostanti tad-Dejn Pubbliku, skont l-Artikolu 2(11) tar-Regolament MMF
19 MMF b'Volatilità Baxxa tal-Valur Nett tal-Assi, skont l-Artikolu 2(12) tar-Regolament MMF
20 MMF VNAV ġestit bħala MMF għal Terminu Qasir, skont l-Artikolu 2(14) tar-Regolament MMF
21 MMF VNAV ġestit bħala MMF b'maturita estiża, skont l-Artikolu 2(15) tar-Regolament MMF
22 Kif definita fl-Artikolu 2(19) tar-Regolament MMF.
23 Kif predefinita fl-Artikolu 2(20) tar-Regolament MMF.

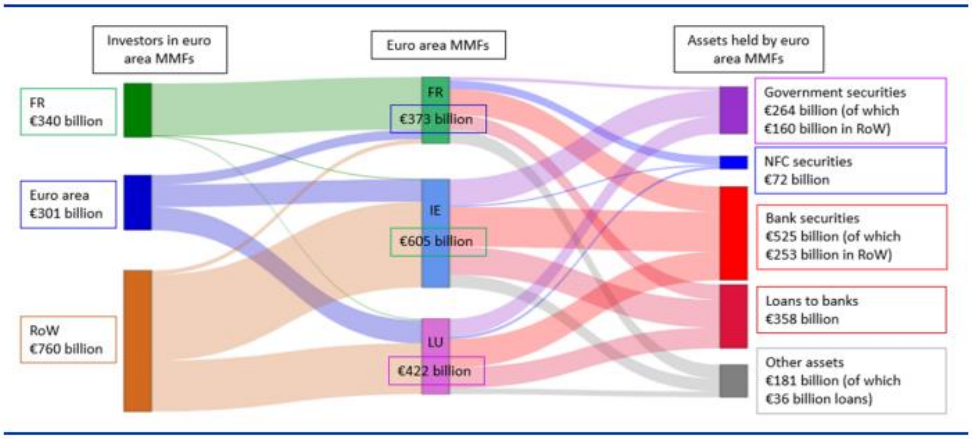
2.2. L-istruttura tas-suq illum

L-Artikolu 46(2)(a) tar-Regolament MMF jirrikjedi li l-Kummissjoni tanalizza l-esperjenza miksuba bl-applikazzjoni ta' dan ir-Regolament, u l-impatt fuq l-investituri, l-MMFs u l-maniġers tal-MMFs fl-Unjoni.

L-MMFs taż-żona tal-euro kellhom madwar EUR 1,5 triljun f'assi totali fl-aħħar tal-2021, maqsuma bejn CNAV ta' dejn pubbliku (11 % tal-assi mmaniġġati totali), LVNAV (46 %), VNAV għal terminu qasir (12 %) u VNAV standard (31 %). L-MMFs tal-UE huma prinċipalment denominati f'EUR (42 %), f'USD (31 %) u f'GBP (22 %) u huma kkonċentrati fi ftit pajjiżi, prinċipalment l-Irlanda, il-Lussemburgu u Franza, fejn jirrappreżentaw 42 %, 26 % u 25 % tal-assi mmaniġġati totali tal-MMF tal-UE rispettivament[24].

CNAVs u LVNAVs tad-dejn pubbliku huma fil-biċċa l-kbira denominati f'USD u f'GBP u domiċiljati fl-Irlanda u fil-Lussemburgu**.** L-MMFs denominati f'EUR huma primarjament strutturati bħala VNAVs standard u huma fil-biċċa l-kbira domiċiljati fi Franza (192 fond minn Diċembru 2021).

Illustrazzjoni 1: Min jinvesti f'MMFs taż-żona tal-euro, u fejn jinvestu dawk l-MMFs imbagħad?
Sors: Il-BĊE, Macro-prudential Bulletin, 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.

L-investituri korporattivi u istituzzjonali għandhom il-maġġoranza tal-ishma/unitajiet tal-MMFs taż-żona tal-euro, kif muri fl-Illustrazzjoni 2[25]. L-investituri professjonali jirrappreżentaw 95 % tal-NAV għas-CNAV u 99 % għal-LVNAVs. Għall-VNAVs, is-sehem

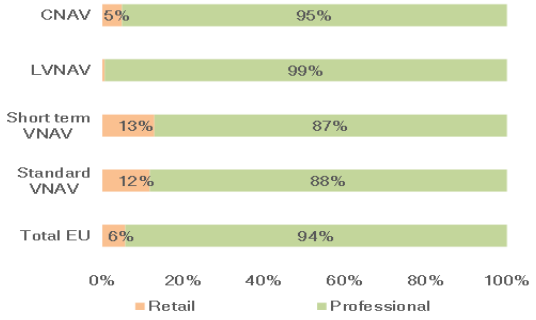
[24] Ara wkoll ir-rapporti tal-ESMA u tal-BERS.
[25] L-ESMA, it-8 ta' Frar 2023: "EU MMF market 2023"

tal-investituri fil-livell tal-konsumatur huwa kemxejn ogħla, bi 13 % u bi 12 % għall-VNAVs għal terminu qasir u standard, rispettivament[26].

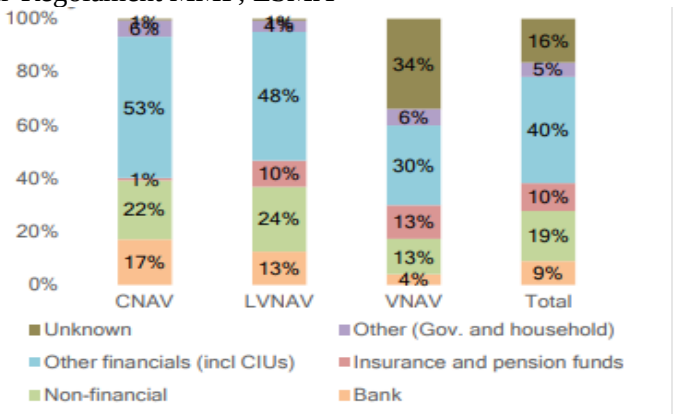
Kif muri fl-Illustrazzjoni 3, l-istituzzjonijiet finanzjarji huma l-investituri ewlenin fl-MMFs bejn it-tipi, u jirrappreżentaw 59 % tal-NAV, filwaqt li l-korporazzjonijiet mhux finanzjarji jirrappreżentaw 19 % tal-NAV.

L-investituri mhux mill-UE huma dominanti l-Lussemburgu u l-Irlanda, kif muri fl-Illustrazzjoni 4. L-investituri mhux mill-UE jirrappreżentaw aktar minn 77 % tal-MMFs Irlandiżi u qrib it-63 % għal-Lussemburgu. Fil-każ tal-MMFs Irlandiżi, dawn huma primarjament investituri bbażati fir-Renju Unit (60 % tal-investituri tagħhom ibbażati fuq l-ammont tagħhom). Dan jirrifletti l-importanza tal-MMFs denominati f'muniti mhux tal-UE domiċiljati f'dawn l-Istati Membri. B'kuntrast għal dan, l-investituri domestiċi Franċiżi jirrappreżentaw kważi 76 % tal-NAV fi Franza.

Illustrazzjoni 2: Investituri fil-livell tal-konsumatur vs investituri professjonali fl-MMFs (% tal-NAV totali)
Sors: Ir-Rapport dwar is-Suq tal-ESMA 2023

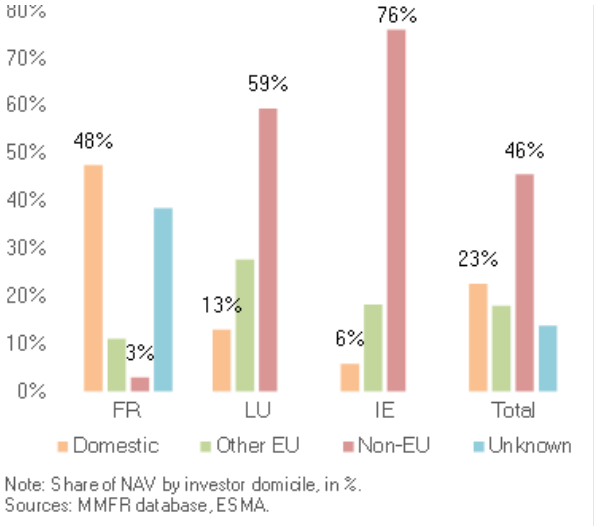


Illustrazzjoni 3: Tipi ta' investituri fl-MMFs skont is-settur (% tal-NAV totali)
Sors: Il-bażi tad-*data* tar-Regolament MMF, ESMA



Illustrazzjoni 4: Sehem tal-NAV skont id-domiċilju tal-investitur (f'%)
Sors: Il-bażi tad-data tar-Regolament MMF, ESMA

[26] Dan huwa fil-biċċa l-kbira xprunat minn MMFs domiċiljati Franza, li għalihom is-sehem tal-investituri fil-livell tal-konsumatur jirrappreżenta 12 % tal-NAV minħabba l-preżenza ta' skemi ta' tfaddil tal-impjegati.



Id-diskussjonijiet mal-investituri tal-MMFs u t-tweġibiet mill-konsultazzjoni mal-partijiet ikkonċernati jenfasizzaw li l-kriterji li ġejjin huma l-aktar importanti fl-għażla tal-investiment tal-investituri: il-likwidità intraġurnata/ta' kuljum, il-preservazzjoni tal-kapital u d-diversifikazzjoni. Karatteristiċi oħra tal-MMFs tal-UE, bħall-kwalità tal-portafoll jew il-livell ta' redditu huma msemmija wkoll mill-investituri bħala importanti fl-għażla ta' investiment tagħhom. L-MMFs jintużaw prinċipalment bħala għodda għall-ġestjoni tal-flus.

L-ishma tal-MMFs jitqiesu bħala "*flus u ekwivalenti ta' flus*" skont l-istandard kontabilistiku tal-IAS7[27]. Dan japplika għas-CNAV u għal-LVNAV minħabba l-valur stabbli tagħhom u l-possibbiltà ta' tifdijiet intraġurnata. F'ċerti ġuriżdizzjonijiet, dan it-trattament kontabilistiku japplika wkoll għall-VNAVs. It-tweġibiet għall-konsultazzjoni tal-Kummissjoni jindikaw li l-fatt li l-korporazzjonijiet jiġu mġiegħla jinvestu fi strumenti oħrajn b'karatteristiċi differenti joħloq inċertezza għat-trattament kontabilistiku ta' dawn il-prodotti bħala "*flus jew ekwivalenti ta' flus*" u jillimita wkoll l-għażliet ta' ġestjoni tal-flus kontanti tal-korporazzjonijiet, peress li strumenti oħra ma jistgħux joffru likwidità intraġurnata.

Is-CNAV ta' dejn pubbliku jridu jinvestu 99,5 % tal-assi tagħhom f'dejn pubbliku, f'retroriakkwisti garantiti b'dejn tal-gvern u fi flus kontanti. L-LVNAVs u l-VNAVs jinvestu primarjament fi strumenti tas-suq monetarju (67 % tal-assi totali tagħhom), ikkomplementati minn depożiti, ftehimiet ta' retroriakkwist u assi oħra għal terminu qasir.

Kif muri fl-Illustrazzjoni 5, l-MMFs tal-UE huma skoperti l-aktar għas-settur finanzjarju inklużi l-istituzzjonijiet ta' kreditu, li t-titoli tagħhom jammontaw għal aktar minn 60 % tal-istrumenti totali tas-suq monetarju miżmuma mill-MMFs tal-UE. L-iskoperturi għal korporazzjonijiet mhux finanzjarji għadhom limitati (10 % tal-istrumenti tas-suq monetarju) u huma prinċipalment miżmuma minn VNAVs[28]. B'mod aggregat, l-MMFs tal-UE għandhom bejn 50 u 70 % tal-kambjali kummerċjali finanzjarji denominati f'euro u ċ-ċertifikati ta' depożitu negozjabbli[29] (FSB, 2021).

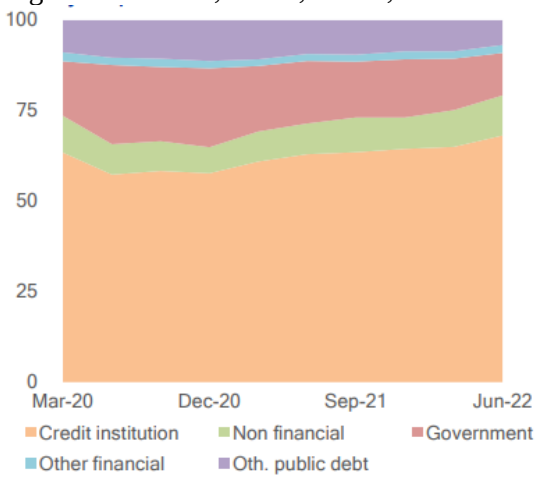
---

[27] Ir-Regolament (UE) 1126/2008, l-Istandard Internazzjonali tal-Kontabbiltà 7, il-paragrafu 6: "*Ekwivalenti ta' flus huma investimenti għal perjodu ta' żmien qasir, bi grad għoli ta' likwidità, li jistgħu jinqalbu faċilment għal ammonti ċerti ta' flus u li huma soġġetti għal riskju insinifikanti ta' bidliet fil-valur*."

[28] L-ESMA, it-8 ta' Frar 2023: "EU MMF market 2023"

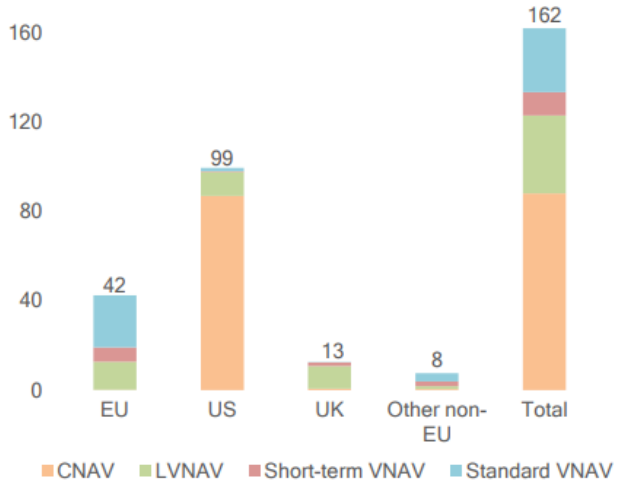
[29] Ċertifikati ta' Depożiti: "ċertifikat maħruġ minn bank li jirrikonoxxi depożitu f'dak il-bank għal perjodu ta' żmien speċifikat b'rata tal-imgħax speċifikata" (FMI, 2003)

Illustrazzjoni 5: Strumenti tas-suq monetarju miżmuma mill-MMFs huma skoperti l-aktar għas-settur finanzjarju (% tal-parteċipazzjonijiet fl-istrumenti tas-suq monetarju)
Sors: Il-bażi tad-*data* tar-Regolament MMF, Eikon, NCAs, ESMA



Kif muri fl-Illustrazzjoni 6, il-biċċa l-kbira tal-iskopertura ta' dejn pubbliku tal-MMFs tal-UE hija lejn sovrani mhux tal-UE (74 % tal-iskopertura sovrana fi tmiem l-2021). Dawk l-iskoperturi jinżammu prinċipalment mis-CNAVs. Dawn tal-aħħar naqqsu b'mod sinifikanti l-parteċipazzjonijiet tal-bonds sovrani tagħhom minn 62 % tal-assi totali f'Ġunju 2021 għal 32 % f'Ġunju 2022. Simultanjament, żiedu l-iskoperturi tas-suq ta' riakkwist tagħhom, xprunati mill-aspettattiva ta' rati tal-imgħax li kienu qegħdin jinbidlu. Is-sehem tal-bonds sovrani fil-portafolli tal-LVNAVs żdied b'mod sinifikanti matul l-2020, iżda ġie aġġustat mill-ġdid għall-kompożizzjoni ta' qabel il-COVID-19 matul l-2021 u għall-ewwel nofs tal-2022. Normalment il-VNAVs ikollhom sehem aktar baxx ta' dejn tal-gvern, bħala medja 7 % tal-assi tagħhom[30].

Illustrazzjoni 6: Skopertura għad-dejn tal-gvern, tmiem l-2021, f'biljuni ta' EUR
Sors: Il-bażi tad-*data* tar-Regolament MMF, NCAs, ESMA



2.3. L-iżviluppi tas-suq riċenti u t-tagħlimiet meħuda

F'dawn l-aħħar snin, seħħew diversi avvenimenti ta' stress li ttestjaw il-qafas għall-MMFs. F'Marzu 2020, il-pandemija tal-COVID-19 wasslet għal żieda f'daqqa fid-domanda għal assi

30 Idem

sikuri u likwidi kemm fis-setturi finanzjarji kif ukoll f'dawk mhux finanzjarji. Il-likwidità fis-suq iddeterjorat b'mod konsiderevoli f'firxa wiesgħa ta' swieq u wasslet għal interventi mingħajr preċedent mill-banek ċentrali. Il-valur tal-indiċijiet tas-suq tal-istokks ewlenin naqas b'aktar minn 30 % fi żmien diversi ġimgħat u s-swieq finanzjarji esperjenzaw żieda sinifikanti fil-volatilità matul l-ewwel xhur tal-pandemija. Minħabba l-inċertezza ġenerali, l-investituri kienu inċerti meta ġew biex jinvestu fis-swieq finanzjarji, li wassal għal telf kbir fil-valwazzjoni.

Il-bonds korporattivi u l-MMFs esperjenzaw ukoll stress sinifikanti. Ir-rendimenti tal-bonds korporattivi żdiedu b'mod sinifikanti matul Frar u Marzu 2020. L-MMFs skoperti għas-swieq privati, jiġifieri l-LVNAVs u l-VNAVs fl-UE u l-MMFs primi fl-Istati Uniti[31], irreġistraw flussi ta' ħruġ għoljin. L-LVNAVs domiċiljati fl-UE esperjenzaw flussi ta' ħruġ ta' EUR 51,4 biljun matul Marzu 2020[32] u ffaċċjaw sfidi biex ibigħu l-kambjali kummerċjali u ċ-ċertifikati ta' depożitu tagħhom minħabba li l-banek ma kinux lesti jew ma setgħux jixtru lura dawn id-dokumenti, inklużi l-kambjali tagħhom stess[33].

L-istress kien partikolarment akut għal-LVNAVs denominati f'USD, kif muri fl-Illustrazzjoni 7 u fil-letteratura rilevanti[34]. Peress li l-parteċipazzjonijiet tal-assi li jimmaturaw kull ġimgħa (weekly maturing assets, WMA) tagħhom qorbu lejn il-minimu regolatorju ta' 30 %, xi investituri setgħu kienu mħassba dwar il-possibbiltà dejjem akbar li l-maniġers tal-fondi jagħmlu użu mill-għodod ta' mmaniġġar tal-likwidità disponibbli (jiġifieri t-tariffi tal-likwidità jew il-limiti ta' tifdija). It-tħassib dwar l-użu ta' għodod għall-immaniġġar tal-likwidità kien akut b'mod partikolari fis-suq tal-Istati Uniti, li jista' jiġi spjegat mill-fatt li l-investituri tal-UE huma ġeneralment aktar komdi b'tariffi mill-investituri tal-Istati Uniti, minħabba l-familjarità tagħhom mat-tariffi fil-qafas tal-UCITS. Kif muri fl-Illustrazzjoni 7, dan irriżulta f'effett konsegwenzjali għall-MMFs b'domiċilju fl-UE, b'taħlita ta' tifdijiet f'LVNAVs ta' USD u abbonamenti f'CNAVs ta' Dejn Pubbliku ta' USD ta' daqs simili, li jirriflettu effett ta' sostituzzjoni potenzjali (jew ħarba għall-kwalità).

---

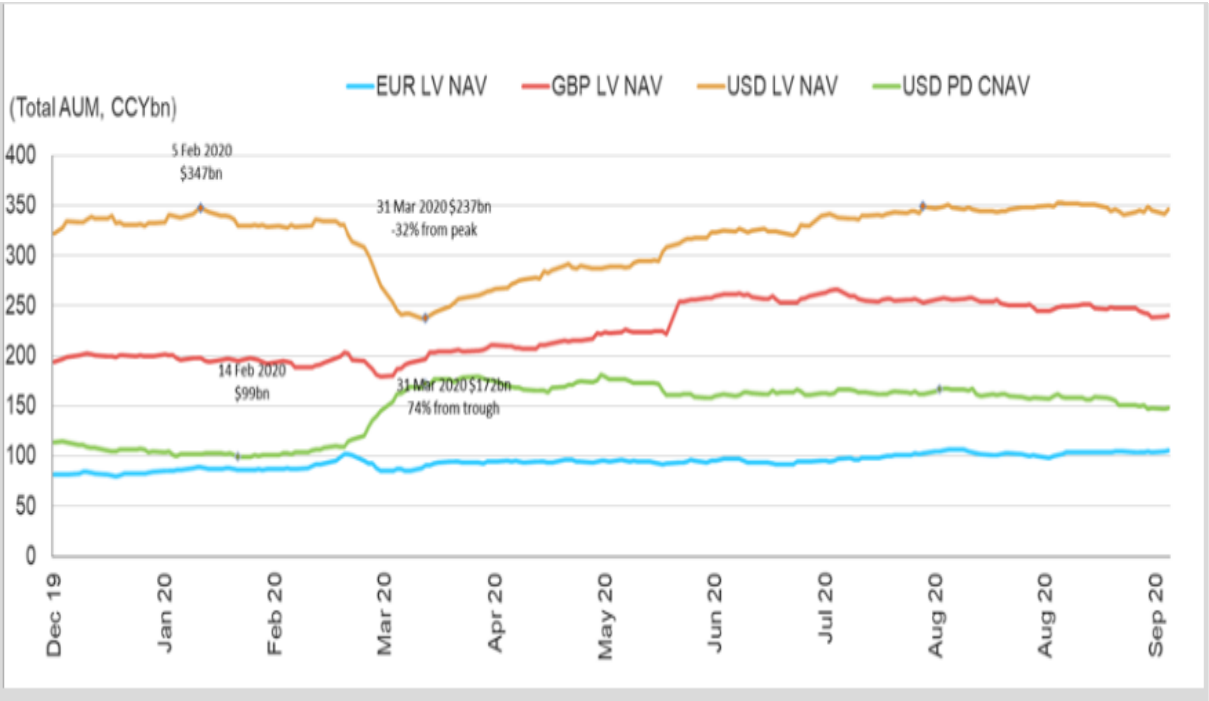
31 MMF Prim huwa tip ta' fond tas-suq monetarju tal-Istati Uniti li prinċipalment jinvesti f'titoli mhux governattivi.

32 L-ESMA, Settembru 2021, "Report on Trends, Risks and Vulnerabilities", Nru 2, 2021

33 Il-kambjali kummerċjali u ċ-ċertifikati ta' depożitu normalment jinżammu sal-maturità u anki jekk ikollhom maturità qasira ħafna, is-suq sekondarju tagħhom ma jkunx likwidu, anke fi żminijiet normali. Sadanittant, l-MMFs jirrappreżentaw proporzjon sinifikanti tad-domanda għal dawn l-istrumenti.

34 Kif diskuss f'diversi rapporti, inkluż fil-Policy proposals to enhance money market fund resilience tal-FSB minn Ottubru 2021, l-Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds (MMF) tal-BERS minn Lulju 2021, u l-artiklu tal-BĊE minn April 2021, Macro-prudential bulletin, titled "How effective is the EU Money Market Fund Regulation? Lessons from the COVID-19 turmoil".

Illustrazzjoni 7: L-evoluzzjoni tal-assi mmaniġġati ta' tipi differenti ta' MMFs madwar Marzu 2020 Sors: L-Assoċjazzjoni Ewropea tal-Ġestjoni tal-Fondi u l-Assi: *data* minn Fitch Ratings, iMoneyNet



Id-*data*[35] turi li l-MMFs b'WMAs baxxi rreġistraw flussi ta' ħruġ ogħla mill-MMFs b'WMAs għoljin. Din l-analiżi tista' tiġi interpretata bħala evidenza li l-investituri istituzzjonali fdew mill-MMFs biex jevitaw li jkunu soġġetti għal tariffi u għal gates. Barra minn hekk, studji minn Avalos u Xia (2021)[36], minn Darpeix (2021)[37] u minn Dunne u Giuliana (2021)[38] juru li l-proporzjonijiet tal-likwidità kienu fatturi ewlenin ta' tifdijiet fil-każ ta' LVNAVs, iżda mhux fil-każ ta' VNAVs, u b'hekk indikaw effetti possibbli mhux mixtieqa ta' livell limitu.[39] Minħabba d-daqs tal-kriżi u s-sitwazzjoni ekonomika globali kkawżata mill-pandemija, il-banek ċentrali ewlenin ħadu firxa ta' azzjonijiet biex isostnu s-swieq kapitali. It-tali sostenn seħħ permezz ta':

- xiri dirett ta' ċertifikati denominati f'munita domestika ta' depożitu u kambjali kummerċjali (il-BĊE,[40] il-Bank of England[41], ir-Riserva Federali) fis-suq primarju jew sekondarju,

---

35 L-ESMA, 2021, "Report on Trends Risks and Vulnerabilities", Nru 1 2021

36 Avalos, F. u Xia, D. (2021), "Investor size, liquidity and prime money market fund stress", BIS Quarterly Review Special Feature, il-paġni 17–29.

37 Darpeix, P.-E. u Mosson, N. (2021), "Detailed analysis of the portfolios of French money market funds during the COVID-19 crisis in early 2020, AMF.

38 Dunne, P. u Raffaele, G. (2021), "Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?", Dokument ta' Ħidma tal-BERS Nru 127.

39 L-ESMA, l-14 ta' Frar 2022," ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation"

40 F'Marzu 2020, il-BĊE ħabbar aktar sostenn għas-swieq tal-flus tal-euro billi estenda l-programm eżistenti tiegħu ta' xiri mis-settur korporattiv biex jinkludi kambjali kummerċjali mhux finanzjarji denominati f'euro li jimmaturaw anki fi żmien 28 jum biss (imnaqqsa mill-minimu preċedenti ta' 6 xhur). Għalhekk, il-programm ta' xiri korporattiv tal-BĊE kien ta' benefiċċju għall-MMFs tal-munita lokali biss indirettament billi kkontribwixxa għar-restawr tal-fiduċja fis-swieq sottostanti denominati f'EUR.

- estensjoni tal-kollateral eliġibbli għal bonds mhux garantiti maħruġa mill-banek (il-BĊE)
- u faċilitajiet ta' self għall-banek biex jixtru assi mill-MMFs (ir-Riserva Federali)[42].

Bħala riżultat tal-intervent tal-banek ċentrali, it-talbiet ta' tifdija naqsu u l-likwidità fis-swieq tal-flus sottostanti tjiebet. Filwaqt li dawn l-interventi kellhom l-għan ewlieni li jerġgħu jiksbu l-fiduċja fil-profondità u fil-likwidità tas-swieq ta' finanzjament għal terminu qasir, huma bbenefikaw ukoll indirettament lill-MMFs tal-UE.

It-taqlib fis-suq ta' Marzu 2020 wera li xi segmenti tas-suq finanzjarju ma setgħux jassorbu żidiet sinifikanti u f'daqqa fil-pressjonijiet tal-bejgħ. Dan seta' kien ukoll minħabba li l-provvista ta' likwidità min-negozjanti kienet aktar ristretta u anqas reattiva għal żidiet f'daqqa fid-domanda milli qabel il-kriżi finanzjarja tal-2008. Madankollu, l-ebda MMF tal-UE ma kellu jintroduċi tariffi jew gates ta' tifdija jew jissospendi t-tifdijiet f'Marzu 2020. Barra minn hekk, l-ebda LVNAV ma qabeż il-livelli limitu stabbiliti fir-Regolament MMF li għandhom jiġu kkonvertiti f'VNAV (id-devjazzjoni tal-NAV tas-suq mill-NAV kostanti kienet qrib il-collar ta' 20 punt bażi għal xi wħud mil-LVNAVs f'USD). Madankollu, dawn ir-riżultati għandhom jiġu interpretati b'kawtela u jitqiegħdu f'kuntest minħabba l-interventi tal-bank ċentrali li sostnew is-swieq.

Minn Frar 2022, l-invażjoni mir-Russja tal-Ukrajna u t-tensjonijiet ġeopolitiċi relatati affettwaw is-swieq finanzjarji, b'mod partikolari l-prezzijiet tal-komoditajiet u l-prodotti derivattivi relatati. Peress li l-MMFs tal-UE jinvestu f'assi likwidi ħafna u b'maturità qasira b'riskju ta' kreditu minimu, ma esperjenzawx telf jew flussi ta' ħruġ sinifikanti. L-MMFs adattaw għas-sitwazzjoni billi aġġustaw mill-ġdid il-parteċipazzjonijiet tagħhom lejn strumenti ta' maturità saħansitra iqsar, li huma inqas skoperti għar-riskju taċ-ċaqliq fir-rata tal-imgħax[43] u billi żiedu l-likwidità tagħhom. Hemm xi sinjali ta' impatt indirett tal-investituri li jbigħu assi oħrajn jew li jiffaċċjaw appelli għall-marġni u li jisfruttaw l-MMFs tal-UE biex jaħżnu jew jaċċessaw il-likwidità. Madankollu, il-flussi ta' dħul u ta' ħruġ dehru pjuttost ibbilanċjati u l-ebda MMF tal-UE ma kellu jintroduċi tariffi ta' tifdija jew jissospendi t-tifdijiet f'din is-sitwazzjoni.

F'Settembru 2022, l-esperjenza tal-istress fis-suq fir-Renju Unit kellha impatt ukoll fuq dawk l-MMFs tal-UE bi skopertura mdaqqsa għall-assi tar-Renju Unit u/jew li għandhom investituri mir-Renju Unit (b'mod partikolari l-MMFs Irlandiżi, li għandhom madwar 60 % tal-bażi tal-investituri tagħhom skont l-ammont bi proprjetarji mir-Renju Unit). Skont l-evidenza disponibbli, kien hemm impatt indirett fuq l-MMFs denominati f'GBP, marbut l-aktar ma' investituri li jeħtieġu li jaċċessaw malajr il-likwidità wara żieda fl-appelli għall-marġni u bejgħ furzat, b'mod partikolari minn fondi bi strateġiji ta' investiment ibbażati fuq ir-responsabbiltà[44]. Xi MMFs denominati f'GBP raw żieda fil-flussi ta' ħruġ (ħames fondi

---

41 Paolo Cavallino u Fitella de Fiore, il-5 ta' Ġunju 2020, "Central banks' response to COVID-19 in advanced economies", il-Bulletin Nru 21 tal-BĦI

42 Madankollu, l-LVNAVs f'USD tal-UE ma kinux eliġibbli għall-faċilitajiet tal-BĊE u għall-MMLF tar-Riserva Federali u inizjalment ġarrbu flussi ta' ħruġ iżda rkupraw malajr wara t-tħabbiriet tal-banek ċentrali.

43 Assi b'durata aktar baxxa jiffaċċjaw bidla iżgħar fil-prezz wara xokk fir-rati tal-imgħax. Bħala medja, l-MMFs naqqsu b'mod sinifikanti l-maturità medja ponderata tagħhom, għall-aktar livell baxx f'10 snin ta' 19-il jum, meta mqabbla mal-livelli preċedenti qrib il-50 jum lejn l-aħħar tal-2020 u l-2021.

44 Dawn l-istrateġiji ntużaw b'mod partikolari minn fondi tal-pensjoni ta' benefiċċju definit, li użaw ingranaġġ sabiex ikunu jistgħu iqabblu l-assi u l-obbligazzjonijiet tagħhom f'ambjent b'rata tal-imgħax baxxa.

esperjenzaw fluss ta' ħruġ kumulattiv ta' aktar minn 10 %)[45] ftit wara t-tħabbira tal-"mini baġit" tar-Renju Unit fit-23 ta' Settembru 2022.

Is-sitwazzjoni treġġgħet lura malajr wara l-intervent tal-Bank of England biex isostni s-suq tat-titoli. F'Ottubru 2022, l-MMFs tal-UE denominati f'GBP esperjenzaw flussi ta' dħul ta' kważi 30 %. Barra minn hekk, matul l-aħħar ġimgħa ta' Settembru 2022, l-MMFs tal-UE denominati f'GBP ħadu passi biex isaħħu r-reżiljenza tagħhom, wara li żiedu l-proporzjon ta' assi likwidi fil-portafolli tagħhom, bil-livelli ta' likwidità ta' kuljum kif ukoll ta' kull ġimgħa li żdiedu b'mod sinifikanti[46].

Filwaqt li fond wieħed tal-LVNAV kien qrib li jikser il-limitu regolatorju għad-devjazzjoni tal-NAV, jidher li s-settur b'mod kumplessiv żamm sew u qeda r-rwol tiegħu li jipprovdi ħażna ta' likwidità għal terminu qasir. L-episodju ta' investiment xprunat mir-responsabbiltà jenfasizza r-rwol tal-MMFs bħala mezz ta' mmaniġġar tal-likwidità għall-investituri istituzzjonali. Juri wkoll l-importanza tal-preservazzjoni tar-reżiljenza tas-settur tal-MMFs għal tipi differenti ta' xokkijiet ekonomiċi.

F'Marzu 2023, ma ġie osservat l-ebda impatt sinifikanti fuq l-MMFs tal-UE wara t-taqlib fis-settur bankarju. Fl-Istati Uniti, il-kollass tas-Silicon Valley Bank wassal biex xi depożitanti jiddubitaw mis-sikurezza tad-depożiti bankarji, b'mod partikolari dawk ogħla mil-limitu ta' protezzjoni regolatorja. Dan wassal għal bidla lejn MMFs tal-Istati Uniti, li kienu joffru rendimenti ogħla u flessibbiltà aħjar. Barra minn hekk, it-taqlib bankarju rriżulta f'żieda fil-flussi ta' dħul fil-faċilità permanenti tar-retroakkwist tar-Riserva Federali (ON RRP) matul l-aħħar ġimgħat ta' Marzu 2023. Wara l-akkwiżizzjoni ta' Credit Suisse minn USB, l-MMFs tal-UE raw ukoll flussi ta' dħul imdaqqsa, inklużi EUR 17,7-il biljun f'MMFs denominati f'euro matul Marzu 2023, li setgħu jitqiesu bħala indikazzjoni li l-parteċipanti fis-suq kienu qegħdin jipperċepixxu s-settur tal-MMFs tal-UE bħala reżiljenti.

3. L-ADEGWATEZZA TAR-REGOLAMENT MMF MIL-LAT PRUDENZJALI U EKONOMIKU

It-taqsima li ġejja tirrieżamina l-adegwatezza tar-Regolament MMF mil-lat prudenzjali u ekonomiku, skont ir-rekwiżiti tal-Artikolu 46(2) ta' dak ir-Regolament.

L-MMF huma kategorija distinta ta' fondi ta' investiment, marbuta mill-qrib minn naħa ma' ditti attivi fl-ekonomija reali u fis-settur bankarju u min-naħa l-oħra ma' partijiet ewlenin tas-swieq finanzjarji. Dawn għandhom funzjoni ekonomika doppja importanti bħala għodda għall-immaniġġar tal-likwidità u tal-flus kontanti u bħala strument ta' finanzjament għal terminu qasir għal entitajiet finanzjarji u mhux finanzjarji. Dawn ma humiex omoġenji, u l-istruttura u l-karatteristiċi tar-riskju tagħhom ivarjaw bejn il-ġuriżdizzjonijiet[47].

3.1. L-MMFs u d-dejn maħruġ jew iggarantit mill-Istati Membri tal-UE.

L-Artikolu 46(2)(b) u (c) tar-Regolament MMF jirrikjedi li l-Kummissjoni tivvaluta r-rwol li l-MMFs għandhom fix-xiri ta' dejn maħruġ jew garantit mill-Istati Membri u li tqis il-karatteristiċi ta' tali dejn u r-rwol li għandu fil-finanzjament tal-Istati Membri.

45 L-ESMA, Frar 2023, Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, Nru 1, 2023
46 L-ESMA, Frar 2023, Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, Nru 1, 2023
47 L-FSB, il-11 ta' Ottubru 2021, Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience

Minħabba l-likwidità komparattivament baxxa u l-maturitajiet twal tal-istrumenti ta' dejn maħruġa jew iggarantiti mill-Istati Membri tal-UE, l-MMFs tal-UE ma jinvestux b'mod sinifikanti f'tali titoli. Minflok, il-biċċa l-kbira tal-iskopertura tad-dejn tal-gvern tal-MMFs tal-UE hija lejn sovrani mhux tal-UE (EUR 119-il biljun fi tmiem l-2021, 74 % tal-iskopertura sovrana totali). B'mod partikolari, id-dejn tal-gvern tal-Istati Uniti jammonta kważi kompletament għall-parteċipazzjonijiet ta' dejn sovran tas-CNAVs (EUR 88 biljun fl-aħħar tal-2021). Għal-LVNAVs, id-dejn tal-gvern tal-UE kien jammonta għal 36 % tal-iskopertura tagħhom għal bonds tal-gvern fi tmiem l-2021, filwaqt li s-sovrani tar-Renju Unit u tal-Istati Uniti kienu jammontaw għal madwar 60 %. B'kuntrast ma' tipi oħra ta' MMFs, il-maġġoranza tal-parteċipazzjonijiet tad-dejn tal-gvern ta' VNAVs hija magħmula minn strumenti tal-UE, li jirrappreżentaw aktar minn 75 % tal-iskopertura tad-dejn tal-gvern tagħhom fl-aħħar tal-2021.[48] Madankollu, il-VNAVs ġeneralment għandhom sehem aktar baxx ta' dejn tal-gvern meta mqabbla ma' tipi oħra ta' MMFs (7 % biss tal-assi tagħhom).

Skont ir-Regolament MMF, id-dejn tal-gvern b'maturità residwa itwal[49] xorta jista' jammonta għal massimu ta' 17,5-il punt perċentwali ta' 30 % tal-assi ta' maturazzjoni ta' kull ġimgħa meħtieġa għal-LVNAV jew għas-CNAV ta' dejn pubbliku. Ir-rispondenti għall-konsultazzjoni jindikaw li l-limitu massimu ta' 17,5 % jidher li huwa inkonsistenti mat-trattament tad-dejn sovran f'oqfsa leġiżlattivi oħra (it-taqsima 3.2). Madankollu, ir-Regolament MMF jippermetti lill-MMFs jinvestu sa 100 % tal-assi tagħhom f'dejn sovran u l-limitazzjonijiet jiffokaw biss fuq ir-riżervi ta' likwidità tal-LVNAV u tas-CNAVs ta' dejn pubbliku minħabba l-maturità itwal u volatilità ogħla ta' dawk l-assi meta mqabbla mal-assi li jimmaturaw kull ġimgħa. Ir-rispondenti għall-konsultazzjoni jindikaw ukoll li ħafna investituri jużaw is-CNAVs tad-dejn pubbliku minħabba nuqqas ta' rieda jew ta' abbiltà li jinvestu f'portafolli ta' kreditu. Dan huwa komunament dovutrekwiżiti speċifiċi ta' kollateral, ta' kapital jew regolatorji, eż. rekwiżiti li l-pożizzjonijiet tal-likwidità jkunu kollateralizzati biss bid-dejn tal-gvern, jew rekwiżiti regolatorji bħal assi likwidi ta' kwalità għolja. Investituri oħra jindikaw li filwaqt li l-investimenti f'CNAV tad-dejn pubbliku jsiru għal finijiet ta' diversifikazzjoni, id-daqs ta' dawn is-swieq ma huwiex kbir biżżejjed biex jissodisfa l-ħtiġijiet ta' mmaniġġar tal-likwidità ta' xi investituri.

3.2. Definizzjonijiet uniformi ta' likwidità u kwalità ta' kreditu għoljin ħafna ta' assi trasferibbli

L-Artikolu 46(2)(d) tar-Regolament MMF jirrikjedi li l-Kummissjoni tqis ir-rapport imsemmi fl-Artikolu 509(3) tar-Regolament (UE) Nru 575/2013.

L-Artikolu 509(3) tar-Regolament (UE) Nru 575/2013 ta mandat lill-EBA biex tirrapporta lill-Kummissjoni dwar definizzjonijiet uniformi xierqa ta' likwidità u kwalità ta' kreditu tal-assi trasferibbli għoljin ħafna. Il-banek jinvestu f'dawn l-assi biex jikkonformaw mar-rekwiżiti regolatorji tal-likwidità skont ir-regoli definiti mill-Kumitat ta' Basel dwar is-Superviżjoni Bankarja.

L-EBA ħarġet dan ir-Rapport fl-20 ta' Diċembru 2013,[50] filwaqt li rrakkomandat li l-konklużjonijiet empiriċi tagħha għandhom jiġu ssupplimentati b'ġudizzju kwalitattiv/espert,

[48] L-ESMA, it-8 ta' Frar 2023: "EU MMF market 2023"

[49] Dment li jkunu likwidi ħafna u jkunu jistgħu jinfdew u jiġu saldati fi żmien jum tax-xogħol wieħed, dawn l-assi jistgħu jingħaddu ma' assi li jimmaturaw kull ġimgħa b'maturità residwa sa 190 jum.

[50] Fluss tax-xogħol 5 (WS 5): Ir-rapport dwar l-LCR skont l-Artikolu 481(1) CRR (europa.eu).

b'elaborazzjoni wkoll fuq il-parir superviżorju. Abbażi tal-analiżi empirika ta' firxa wiesgħa ta' assi finanzjarji nnegozjati fl-UE, l-EBA għamlet distinzjoni bejn assi ta' likwidità u kwalità għoljin u assi ta' likwidità u kwalità għoljin ħafna. F'konformità mal-istandards internazzjonali, l-EBA rrakkomandat li l-bonds kollha maħruġa jew iggarantiti minn sovrani taż-Żona Ekonomika Ewropea u minn banek ċentrali fil-munita domestika kif ukoll dawk maħruġa jew iggarantiti minn istituzzjonijiet supranazzjonali jitqiesu bħala assi trasferibbli ta' likwidità u kwalità ta' kreditu għoljin ħafna.

L-immaniġġar tar-riskju ta' likwidità għall-maniġers tal-assi jinkorpora firxa ta' salvagwardji: maturitajiet imqassmin fi stadji b'mod partikolari għal assi inqas likwidi, buckets ta' likwidità ta' kuljum u ta' kull ġimgħa skont il-maturità tal-assi fil-portafoll, regoli dwar il-kwalità tal-kreditu tal-assi, għarfien tal-bażi tal-investituri tal-MMFs, u regoli dwar l-imġiba u l-likwidità tal-assi u l-korrelazzjoni tagħhom. Mill-2017, ingħatat aktar attenzjoni lit-tisħiħ tal-immaniġġar tar-riskju ta' likwidità, inkluż bil-ħidma fuq l-ittestjar tal-istress, it-trasparenza u s-superviżjoni tal-MMFs, bid-definizzjoni ta' assi likwidi, u bl-eliġibbiltà tal-assi għar-rekwiżiti tal-likwidità.

Skont ir-regoli tal-UE dwar l-immaniġġar tal-assi, il-likwidità ta' assi ma tistax tiġi preżunta awtomatikament, u jrid jitwettaq test tal-likwidità xieraq. Għal dan il-għan, il-maniġers tal-assi jridu jistabbilixxu proċess xieraq ta' mmaniġġar tar-riskju, li jiġi rieżaminat u adattat sistematikament għall-istrateġiji ta' investiment tagħhom u għat-tip ta' investituri (politika ta' "kun af lill-klijent tiegħek"). Il-likwidità u l-kwalità tal-kreditu jitkejlu fuq bażi ta' każ b'każ fil-livell tal-istrumenti finanzjarji u tal-portafoll ġenerali.

Għalhekk, filwaqt li xi assi jistgħu jitqiesu ta' likwidità għolja jew għolja ħafna skont il-qafas bankarju tal-UE, dan jista' ma jkunx awtomatikament il-każ f'kuntest ta' MMFs, u tkun meħtieġa analiżi każ b'każ biex jiġu ddeterminati l-likwidità u l-kwalità tal-kreditu tal-assi ta' fond.

3.3. Impatt tar-Regolament MMF fuq is-swieq ta' finanzjament għal terminu qasir

L-Artikolu 46(2)(e) tar-Regolament MMF jirrikjedi li l-Kummissjoni tqis l-impatt ta' dan ir-Regolament fuq is-swieq ta' finanzjament għal terminu qasir.

L-MMFs huma parti mill-ekosistema usa' ta' finanzjament għal terminu qasir. It-taqlib f'Marzu 2020 żvela ċerti vulnerabbiltajiet strutturali, diskrepanzi fid-*data*, u inċertezzi regolatorji dwar is-swieq Ewropej ta' finanzjament għal terminu qasir. Filwaqt li dawn huma lil hinn mill-kamp ta' applikazzjoni tar-Regolament MMF, għadhom importanti għall-funzjonament tajjeb tal-MMFs tal-UE.

Is-suq ta' finanzjament għal terminu qasir huwa suq intermedjat tan-negozjanti barra l-borża. Hemm evidenza li dan is-suq ta' finanzjament għal terminu qasir huwa frammentat u mhux trasparenti[51]. L-informazzjoni rilevanti hija mifruxa fuq diversi ċentri tan-negozjar, li l-ebda wieħed minnhom ma jista' jipprovdi stampa komprensiva tas-suq minħabba rapportar parzjali, ambitu ta' azzjoni mhux ċar, terminoloġiji inkonsistenti, eċċ.

[51] Darpeix, P., Marzu 2022, "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.

L-istudju juri wkoll li l-attività tas-suq sekondarju (xiri, offerta, prezz, volumi, eċċ.) hija kważi kompletament mhux trasparenti. Dan jagħmel l-identifikazzjoni tal-prezz diffiċli, joħloq ineffiċjenzi f'dawn is-swieq, u jwassal għal diffikultajiet biex l-MMFs jimmonitorjaw b'mod xieraq ir-riskji f'sitwazzjoni ta' stress. Dan jipprevjeni wkoll lir-regolaturi milli jivvalutaw b'mod akkurat il-likwidità strutturali fis-suq. Trasparenza akbar tista' tikkontribwixxi biex is-swieq ta' finanzjament għal terminu qasir isiru aktar dinamiċi u aktar reżiljenti, u b'hekk jitnaqqas ukoll ir-riskju assoċjat mal-MMFs f'każ ta' stress serju.

Il-biċċa l-kbira tar-rispondenti għall-konsultazzjoni, inklużi r-rispondenti u s-superviżuri tas-settur finanzjarju, indikaw il-ħtieġa li tiżdied it-trasparenza u li tiġi megħjuna l-identifikazzjoni tal-prezz fis-swieq tat-titoli għal terminu qasir, billi jkunu meħtieġa aktar divulgazzjonijiet dwar x'qed jiġi nnegozjat u dwar l-ammonti pendenti.

Barra minn hekk, minħabba l-likwidità u t-trasparenza aktar baxxi ta' dan is-suq, hemm riskju li stress fis-suq jista' jiġi trażmess lil MMFs oħra f'dik li tissejjaħ dinamika ta' kontaġju. Sabiex jissodisfaw it-talbiet ta' tifdija, l-MMFs jeħtieġ li jinvestu f'assi likwidi biżżejjed. Dawn l-istrumenti likwidi jinkludu retroriakkwisti (spiss permanenti), kambjali tat-Teżor, u depożiti bankarji. Strumenti oħra (ċertifikati ta' depożitu, kambjali kummerċjali) mhux dejjem jistgħu jinbiegħu malajr (peress li normalment jinżammu sal-maturità u s-swieq sekondarji ma humiex profondi biżżejjed, li jżid l-impatt tal-prezz jekk jinbiegħu), iżda għandhom maturità qasira ħafna. Jekk iseħħ assalt, l-MMFs l-ewwel jużaw ir-rikavati mill-assi li jimmaturaw jew jitterminaw it-tranżazzjonijiet ta' retroriakkwist tagħhom biex jissodisfaw it-talbiet ta' tifdija. Jekk l-assalt ikompli, l-MMFs ibigħu l-assi likwidi tagħhom mingħajr ma jinvestu aktar fi strumenti għal terminu qasir li jwasslu għal nixfa f'daqqa ta' sorsi ta' finanzjament għall-kumpaniji.

Fil-prinċipju, din id-dinamika ta' kontaġju tiġi evitata jekk l-MMFs ikunu jistgħu jinvestu l-flus tagħhom fi strumenti li għalihom l-irtirar rapidu ma jwassalx għal kontaġju fis-suq. Strument wieħed li jissodisfa dan ir-rekwiżit ikun depożitu fil-bank ċentrali nnifsu. Studju tal-każ ta' arranġament bħal dan jista' jinstab fl-Istati Uniti, fejn l-MMFs jistgħu jqiegħdu l-flus żejda tagħhom fil-faċilità tar-retroakkwist permanenti tar-Riserva Federali (ON RRP). Minbarra l-prevenzjoni tad-dinamika tal-kontaġju f'sitwazzjonijiet ta' kriżi tal-likwidità, din il-faċilità tpoġġi wkoll is-settur tal-MMFs tal-Istati Uniti f'vantaġġ meta mqabbla mal-MMFs tal-UE f'termini ta' flessibbiltà fil-ġestjoni tal-flussi ta' dħul tal-likwidità tagħhom[52]. Dan kien muri mill-kriżi bankarja li rriżultat mill-kollass tas-Silicon Valley Bank li wasslet għal żieda fid-dħul għall-MMFs tal-Istati Uniti, li rriżultat fi tkabbir sussegwenti fl-użu tal-faċilità tar-Riserva Federali matul l-aħħar ġimgħat ta' Marzu 2023. Sa Marzu 2023, l-MMFs u parteċipanti eliġibbli oħra kellhom aktar minn USD 2,3 triljun f'dik il-faċilità[53].

3.4. Żviluppi regolatorji fil-livell internazzjonali

L-Artikolu 46(2)(f) tar-Regolament MMF jirrikjedi li l-Kummissjoni tqis l-iżviluppi regolatorji fil-livell internazzjonali.

Avvenimenti relatati mal-pandemija wasslu għal spinta qawwija biex ikompli jissaħħaħ il-qafas regolatorju għall-MMFs. Dan irriżulta f'diversi proposti mill-ESMA, mill-BERS u mill-

[52] Madankollu, id-deċiżjoni dwar il-ftuħ ta' tali faċilità ta' likwidità għall-MMFs hija lil hinn mill-kompetenzi tal-Kummissjoni Ewropea u taqa' taħt il-mandat tal-BĊE.

[53] Reverse Repo Operations - FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK (newyorkfed.org)

FSB għar-riforma tal-qafas regolatorju għall-MMFs, biex jiġu limitati r-riskji sistemiċi u jiġi żgurat li s-settur tal-MMFs ikun jista' jiflaħ għal stress futur potenzjali fuq il-likwidità jew fis-suq. L-għażliet ta' politika proposti mill-awtoritajiet u mill-istituzzjonijiet differenti jistgħu jiġu rraggruppati kif ġej: (1) jitnaqqas ir-riskju ta' assalt (b'mod partikolari billi jitneħħew il-karatteristiċi simili għad-depożiti ta' ċerti MMFs), (2) jissaħħu l-likwidità tal-MMFs u l-kapaċità tagħhom li jassorbu t-telf, u (3) miżuri bi tħejjija għal kriżijiet futuri. Dawn il-proposti huma elenkati fit-Tabella 2 u huma spjegati aktar fid-dettall hawn taħt.

Tabella 2 – Proposti ta' politika ewlenin

Objettivi ta' politika	Proposti ta' politiki	1) ESMA	2) BERS	3) FSB
Jitnaqqas ir-riskju ta' assalt	Titneħħa l-possibbiltà li jintuża kost amortizzat għal-LVNAVs	Iva	Iva	Iva
	Diżakkoppjament tal-attivazzjoni tal-għodod ta' mmaniġġar tal-likwidità mil-limiti regolatorji għal-LVNAVs u għas-CNAVs	Iva	Iva	Iva
	Impożizzjoni tal-kost tat-tifdijiet tal-investituri tat-tifdija fuqhom stess		Iva	Iva
Jissaħħu l-likwidità tal-MMFs u l-kapaċità tagħhom li jassorbu t-telf	Regoli dwar l-użu ta' għodod għall-immaniġġar tal-likwidità	Iva	Iva	Iva
	Bidliet fil-proporzjon ta' likwidità ta' kuljum u ta' kull ġimgħa	Iva	Iva	
	Impożizzjoni ta' proporzjon minimu ta' investiment fid-dejn pubbliku	Parteċipazzjoni volontarja	Iva	
	Żieda fl-użu tal-parteċipazzjonijiet ta' likwidità fi żminijiet ta' stress	Iva	Iva	
	Introduzzjoni ta' bilanċ minimu f'riskju			Iva
	Bafer kapitali			Iva
Miżuri oħrajn	Titjib tal-qafas tal-istress test	Iva	Iva	
	Sostenn estern (li jinkorpora d-dikjarazzjoni tal-ESMA fil-liġi)	Iva		
	Regoli dwar id-divulgazzjoni tal-klassifikazzjonijiet tal-MMFs	Iva		
	Rekwiżiti ta' rapportar aktar avvanzati	Iva	Iva	

- ESMA opinion to reform MMF Regulation, l-14 ta' Frar 2022
- Ir-Rakkomandazzjoni tal-BERS dwar ir-riforma tal-MMF, il-25 ta' Jannar 2022
- Ir-Rakkomandazzjonijiet tal-FSB lill-G20 dwar ir-riformi tal-MMF, il-11 ta' Ottubru 2021 (Policy proposals to enhance money market fund resilience).
- L-abbozz ta' emendi tar-regoli dwar l-MMFs tas-Securities and Exchange Commission (SEC) tal-Istati Uniti, il-15 ta' Diċembru 2021 (MMF Reforms) għall-konsultazzjonijiet pubbliċi.
- Il-Financial Conduct Authority (FCA) u l-Bank of England, dokument ta' diskussjoni konġunt dwar l-MMF, Mejju 2022 (Resilience of Money Market Funds) għal konsultazzjoni sat-23 ta' Lulju 2022.

(*) proposta biex tkun meħtieġa parteċipazzjoni minima f'assi likwidi ħafna, inkluż id-dejn pubbliku u l-parteċipazzjoni massima ta' assi b'likwidità aktar baxxa taħt suq taħt stress (eż. 40 % fiċ-ċertifikati ta' depożitu u f'kambjali kummerċjali tas-settur privat).
(**) Il-Bank of England u l-Financial Conduct Authority qed jikkontemplaw li jniedu konsultazzjoni dwar it-tneħħija tal-NAV stabbli mil-LVNAVs. L-LVNAVs ikollhom regoli simili għal-VNAVs ta' terminu qasir. Qed jikkunsidraw ukoll li jillimitaw id-daqs tas-suq tas-CNAVs tad-dejn pubbliku.

3.4.1. Tnaqqis tar-riskju ta' assalt

L-organizzazzjonijiet internazzjonali u l-korpi superviżorji bħall-BERS u l-ESMA rrakkomandaw li l-LVNAVs isiru fondi tal-NAV varjabbli, skont l-eżempju tal-Istati Uniti[54]. Tali bidla jkollha l-għan li tnaqqas ir-riskju ta' assalti kkawżati minn effetti ta' limitu billi tillimita l-opportunitajiet biex l-investituri jifdu mill-MMFs bi prezzijiet kostanti li f'perjodi ta' stress fis-suq mhux neċessarjament ikunu jirriflettu l-valwazzjonijiet kurrenti tas-suq tal-assi sottostanti. Għal dan l-għan, jipproponu li jiġu pprojbiti l-użu tal-kontabilità tal-kost amortizzat u l-ittondjar assoċjat tat-tieni deċimali li jippermettu lil-LVNAVs joffru prezz ta' tifdija stabbli.

Madankollu, din l-għażla ta' politika timplika bidla radikali għas-suq tal-MMFs tal-UE, u b'mod partikolari l-għajbien tas-suq tal-LVNAV. Il-bidla minn NAV stabbli għal varjabbli tneħħi l-karatteristiċi simili għad-depożiti ta' dawn il-prodotti, li huwa wieħed mill-iskopijiet ewlenin li l-investituri jikkwotaw għall-użu ta' dawn l-MMFs. Il-maġġoranza tar-rispondenti għall-konsultazzjoni kienet pjuttost kritika rigward it-tneħħija tal-LVNAVs. Il-biċċa l-kbira tar-rispondenti rat ir-riskju li, f'dan il-każ, xi investituri joħorġu mis-suq tal-MMFs. Id-disponibbiltà limitata ta' alternattivi u ta' sostituti ekonomikament vijabbli għal-LVNAVs tista' twassal biex l-investituri jirrikorru għal prodotti inqas regolati.

Bħala alternattiva, l-investituri kurrenti fl-LVNAVs jistgħu jinvestu f'CNAV ta' dejn pubbliku (bħalissa 11 % tas-suq), f'MMFs ta' NAV varjabbli (b'mod partikolari VNAV għal terminu qasir) jew direttament fis-suq għal terminu qasir. Madankollu, it-tweġibiet għall-konsultazzjoni mal-partijiet ikkonċernati jindikaw li s-segment ta' dejn pubbliku tas-CNAV huwa żgħir wisq biex jakkomoda l-ħtiġijiet tal-ġestjoni tal-flus kontanti tal-investituri u li ma jissodisfax ir-rekwiżiti ta' likwidità tagħhom. Barra minn hekk, ir-rispondenti indikaw li l-eliminazzjoni tal-LVNAVs tirriżulta f'żieda fil-kompetizzjoni għall-assi tal-gvern, li jintużaw mill-banek bħala Assi Likwidi ta' Kwalità Għolja, kif ukoll minn ħafna investituri oħra għal skopijiet ta' mmaniġġar tal-likwidità.

Xi rispondenti indikaw li VNAV għal terminu qasir jista' jkun alternattiva, iżda jindikaw inċertezzi dwar it-trattament kontabilistiku tagħhom bħala "flus u ekwivalenti ta' flus" f'ġuriżdizzjonijiet differenti. Barra minn hekk, bidliet bħal dawn ikollhom ukoll implikazzjonijiet relatati mat-taxxa. Il-biċċa l-kbira tar-rispondenti għall-konsultazzjoni indikaw li huma jużaw depożiti bankarji bħala strumenti alternattivi fil-każ li l-LVNAVs ma jibqgħux disponibbli, anki jekk id-depożiti bankarji jirriżultaw f'żieda fir-riskju ta' kreditu tal-kontroparti u jnaqqsu b'mod sinifikanti d-diversifikazzjoni tar-riskju meta mqabbla mal-portafolli diversifikati pprovduti mill-MMFs.

B'mod ġenerali, ir-rispondenti għall-konsultazzjoni apprezzaw l-utilità tal-LVNAVs u b'mod partikolari l-faċilità operazzjonali tal-użu għall-investituri minħabba l-kapaċità tal-aġġustament tal-prezz tal-ishma fil-collar ta' 20 punt bażi. Jekk l-LVNAVs ma jibqgħux disponibbli, ir-rispondenti jibżgħu minn nuqqas ta' investiment alternattiv u ta' għażliet ta' diversifikazzjoni tar-riskju. Għandha titqies ukoll ir-reżiljenza tal-LVNAVs matul it-taqlib ta'

[54] L-SEC tal-Istati Uniti ħadet dan il-pass fl-2016. Ir-riforma tal-SEC kienet teħtieġ li l-MMFs istituzzjonali primi kollha (jiġifieri l-MMFs mhux governattivi użati mill-investituri istituzzjonali) jaqilbu għall-NAV varjabbli. Ir-riżultat ta' din ir-riforma huwa li l-assi investiti f'dawn l-MMFs tal-Istati Uniti naqsu sostanzjalment fis-snin li wasslu għall-implimentazzjoni ta' dawn ir-riformi, għall-benefiċċju tal-MMFs tal-gvern tal-Istati Uniti (li għandhom karatteristika ta' NAV stabbli).

Marzu 2020, peress li l-ebda LVNAV ma attiva għodod ta' mmaniġġar tal-likwidità u lanqas ma kkonverta għal VNAV matul dan il-perjodu.

3.4.2. Tisħiħ tal-likwidità tal-MMFs u tal-kapaċità tagħhom li jassorbu t-telf

Il-korpi prudenzjali u superviżorji ppreżentaw firxa ta' għażliet ta' politika li għandhom l-għan li jkomplu jsaħħu l-kapaċità tal-MMFs li jiffaċċjaw talbiet għoljin ta' tifdija u li jipproteġu l-interess pubbliku u l-istabbiltà finanzjarja.

Filwaqt li r-rabta bejn l-użu tal-LMTs u l-livelli ta' likwidità ma hijiex awtomatika fir-Regolament MMF, ksur ta' parteċipazzjonijiet WMA minimi ta' 30 % jista' potenzjalment iwassal għall-impożizzjoni ta' gates jew ta' tariffi ta' tifdija. Dan jidher li ġieħel lill-maniġers tal-fondi ma jużawx il-parteċipazzjonijiet WMA tagħhom biex jiffinanzjaw talbiet ta' tifdija akbar f'Marzu 2020, peress li beżgħu li ksur tal-livell minimu ta' WMA jwassal għal aktar talbiet ta' tifdija peress li l-investituri antiċipaw l-impożizzjoni ta' għodod ta' mmaniġġar tal-likwidità. B'hekk, l-iskonnessjoni sħiħa tal-użu potenzjali tal-LMTs minn ksur ta' parteċipazzjonijiet ta' likwidità minimi tista' żżid il-kapaċità tal-maniġers tal-fondi li jiffinanzjaw aktar tifdijiet f'perjodi ta' stress. Din il-proposta ssib l-akbar sostenn s'issa fost il-partijiet ikkonċernati.

Il-proposta għall-illaxkar tal-limiti eżistenti fuq l-assi ta' dejn pubbliku eliġibbli bħala parti mill-buckets ta' likwidità ssib sostenn kbir mill-BĊE, li jrid li l-investimenti f'dawn l-assi jsiru obbligatorji. Il-fehmiet tal-partijiet ikkonċernati huma maqsuma f'dak li għandu x'jaqsam mal-karattru vinkolanti u mal-livelli ta' investimenti f'assi bħal dawn. Dan huwa relatat mal-impatt varjabbli ta' tali investimenti fuq il-profittabilità tal-MMFs u d-disponibbiltà ta' dejn pubbliku eliġibbli. Il-partijiet ikkonċernati jesprimu wkoll xi tħassib dwar iċ-ċaqliq tar-riskju ta' likwidità lejn is-suq sovran. Għalkemm id-dejn pubbliku jista' jservi bħala għodda kruċjali għall-immaniġġar tal-likwidità għall-MMFs, il-kriżi riċenti tar-Renju Unit uriet li ma huwiex immun għal episodji ta' volatilità tal-prezzijiet. Barra minn hekk, hemm riskju li żieda fil-limiti eżistenti fuq l-assi ta' dejn pubbliku eliġibbli tirriżulta f'investimenti tal-MMFs li jsiru kkonċentrati wisq f'dawn it-titoli, filwaqt li d-diversifikazzjoni tal-investimenti fi klassijiet ta' assi differenti hija salvagwardja importanti.

B'mod aktar ġenerali, il-proposti biex jiżdiedu l-parteċipazzjonijiet minimi ta' assi likwidi, filwaqt li ma humiex kontroversjali fil-mertu tagħhom, huwa diffiċli li jiġu implimentati u jista' jkollhom konsegwenzi mhux intenzjonati. Tabilħaqq, filwaqt li r-regoli dwar il-proporzjon ta' kopertura tal-likwidità jipprevedu definizzjoni ta' assi likwidi ta' kwalità għolja, fis-settur tal-immaniġġar ta' assi huwa diffiċli li jiġu ddefiniti assi likwidi (eż. bonds tal-gvern jistgħu jiffaċċjaw ukoll kundizzjonijiet tas-suq taħt stress). Barra minn hekk, il-maniġers tal-MMFs jimmaniġġaw il-likwidità b'approċċ olistiku li jinkludi l-maturitajiet f'passi, l-użu ta' tranżazzjonijiet ta' retroriakkwist u l-karatteristiċi tal-bażi tal-investituri tagħhom (inkluża l-konċentrazzjoni tal-investituri). Barra minn hekk, limiti vinkolanti addizzjonali jintroduċu riġidità fl-implimentazzjoni tal-politiki ta' mmaniġġar tar-riskju ta' likwidità tal-maniġers tal-assi, inklużi testijiet tal-istress, b'effetti potenzjali mhux intenzjonati.

Hemm fehmiet maqsuma fost il-partijiet ikkonċernati, abbażi tar-rwol u l-funzjoni tal-MMFs, dwar l-impatt attwali tar-rakkomandazzjonijiet biex il-maniġers tal-fondi jingħataw il-possibbiltà li jittrasferixxu l-kost tat-tifdijiet lill-investituri (billi jimponu tipi differenti ta' għodod ta' mmaniġġar tal-likwidità bbażati fuq il-prezz, magħrufa wkoll bħala pprezzar varjabbli jew "swing pricing"), kif irrakkomandat mill-FSB u mill-BERS u ppreżentat mis-

Securities and Exchange Commission tal-Istati Uniti. Wara r-rakkomandazzjonijiet tal-FSB u tal-BERS, il-proposta għar-reviżjoni tad-direttivi dwar Maniġers ta' Fondi ta' Investiment Alternattivi (Alternative Investment Fund Managers, AIFMD) u l-UCITS għandha l-għan li tespandi l-firxa ta' għodod ta' mmaniġġar tal-likwidità għall-fondi fl-UE u li tarmonizza l-modi kif dawn jintużaw. L-MMFs tal-UE jibbenefikaw mir-rieżami tal-AIFMD/UCITS, billi l-maniġers tal-assi jitħallew jagħżlu l-aktar għodod xierqa għall-immaniġġar tal-likwidità minn lista ddedikata.

Ġew ippreżentati proposti biex tiżdied il-kapaċità ta' assorbiment tat-telf tal-MMFs mill-FSB, inkluż billi jimponu restrizzjonijiet fuq l-ishma li jistgħu jinfdew immedjatament (dan huwa magħruf bħala "bilanċ minimu f'riskju") u billi l-MMFs jintalbu jżommu bafers kapitali, pereżempju barra l-MMF f'kont miżmum minn terzi ffinanzjat minn maniġers tal-fondi. Dawn it-tipi ta' soluzzjonijiet inaqqsu l-vantaġġ ta' min jidħol l-ewwel għall-investituri, peress li jtaffu r-riskju li t-telf jiġi impost fuq l-investituri li jifdal. Madankollu, dawn is-soluzzjonijiet jew ma ġewx ittestjati u huma kontinġenti fuq aġġustamenti operazzjonali sinifikanti (għal "bilanċ minimu f'riskju"), jew jagħmluha aktar għalja biex jiġu operati l-MMFs u b'hekk x'aktarx iwasslu għall-għeluq ta' xi fondi (għall-bafers kapitali) u għal redditi aktar baxxi għall-investituri.

3.4.3. Miżuri oħrajn

Ġew ippreżentati wkoll diversi miżuri addizzjonali, li ma humiex marbuta direttament mal-operazzjonijiet tal-MMFs mill-ESMA u mill-FSB, u li jistħoqqilhom valutazzjoni ulterjuri. Dawn huma relatati mar-rapportar u l-ittestjar tal-istress, b'mod partikolari. Bl-istess mod, proposti oħra mill-partijiet ikkonċernati bħat-tisħiħ tas-superviżjoni jistgħu jiġu vvalutati aktar.

3.5. Il-fattibbiltà tal-istabbiliment ta' kwota minima ta' dejn pubbliku tal-UE ta' 80 %

L-Artikolu 46(2) tar-Regolament MMF jirrikjedi li l-Kummissjoni tivvaluta l-fattibbiltà tal-istabbiliment ta' kwota ta' dejn pubbliku tal-UE ta' 80 %.

Dan ir-rapport iqis id-disponibbiltà ta' strumenti ta' dejn pubbliku tal-UE għal perjodu ta' żmien qasir u jivvaluta jekk l-LVNAVs jistgħux ikunu alternattiva xierqa għas-CNAVs ta' dejn pubbliku mmirati lejn l-istrumenti f'muniti oħra.

Il-Premessa 56 tar-Regolament MMF targumenta li tali kwota tista' tkun ġustifikata "*mill-perspettiva ta' superviżjoni prudenzjali*", minħabba li "*l-ħruġ ta' strumenti tal-UE ta' dejn pubbliku fuq terminu qasir hu rregolat mid-dritt tal-Unjoni*". Madankollu, hemm żewġ diffikultajiet ewlenin li jagħmlu tali kwota mhux fattibbli fil-prattika.

L-ewwel diffikultà hija d-diskrepanza bejn, minn naħa waħda, is-CNAVs ta' dejn pubbliku disponibbli bħalissa fl-UE (li huma fil-biċċa l-kbira denominati f'USD jew f'GBP, b'CNAV ta' dejn pubbliku wieħed relattivament żgħir b'denominazzjoni f'EUR[55]), u min-naħa l-oħra, id-denominazzjoni tad-dejn pubbliku fl-UE. Id-*data* minn Darpeix[56] turi li l-maġġoranza l-kbira (madwar 90 %) tat-titoli ta' dejn għal terminu qasir maħruġa mill-pajjiżi tal-UE (kemm

[55] Abbażi tad-*data* tal-ESMA, it-8 ta' Frar 2023: "EU MMF market 2023

[56] Darpeix, P., Marzu 2022, "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.

jekk jappartjenu għaż-żona tal-euro kif ukoll jekk le) hija mmarkata f'EUR, b'madwar 5 % biss minnhom li huma denominati f'USD. Id-diskrepanza bejn id-denominazzjonijiet tal-fondi nfushom u l-istrumenti ta' dejn pubbliku disponibbli timplika li s-CNAVs ta' dejn pubbliku tal-UE jinvestu prinċipalment fi strumenti maħruġa mill-Istati Uniti u mir-Renju Unit[57].

Ir-riżultati tal-konsultazzjoni pubblika jindikaw li anke bl-impożizzjoni ta' kwota tad-dejn pubbliku tal-UE, investituri f'CNAVs denominati f'USD u f'GBP x'aktarx li ma jaqilbux għal MMFs ta' dejn pubbliku denominati f'EUR, għal żewġ raġunijiet ewlenin.

- L-ewwel nett, minħabba li l-klijenti prinċipalment iqisu l-aspetti tar-riskju sovran u tal-munita f'daqqa. Pereżempju, klijenti li jinvestu f'MMFs denominati f'USD irid ikollhom skopertura għad-dejn u għall-munita tal-Istati Uniti aktar milli għad-dejn u għall-munita tal-UE. Dan huwa wkoll relatat mill-qrib mal-funzjoni ekonomika tal-MMFs bħala ħażna ta' likwidità f'munita partikolari.
- U, it-tieni, għaliex hemm riskji relatati mad-diversifikazzjoni baxxa u ma' likwidità relattivament baxxa ta' dejn pubbliku għal terminu qasir denominat f'EUR. Il-feedback mill-partijiet ikkonċernati jindika li l-MMFs jippreferu jinvestu f'assi b'maturità ta' inqas minn 3 xhur, li huwa diffiċli li jinkiseb bis-suq kurrenti għad-dejn pubbliku denominat f'EUR.

It-tieni diffikultà hija li kwota bħal din jista' jkollha implikazzjonijiet negattivi għall-istabbiltà finanzjarja. Il-banek jeħtieġu li l-iskopertura għad-dejn tal-gvern tikkonforma mar-rekwiżiti ta' kopertura tal-likwidità ta' Basel II. Kwota minima ta' dejn pubbliku tal-UE ta' 80 % tkun tfisser li l-MMFs jimmiraw għall-istess strumenti bħall-banek. B'riżultat ta' dan, ikun hemm numru kbir ta' investituri li jinvestu fl-istess klassi ta' assi, u b'hekk iżidu r-riskji ta' kontaġju u ta' instabbiltà finanzjarja f'sitwazzjonijiet ta' kriżi minħabba skoperturi sottostanti komuni li jamplifikaw ċirku vizzjuż bejn ir-riskju finanzjarju u dak sovran.

Fid-dawl tal-analiżi preċedenti, il-merti tal-istabbiliment ta' kwota minima ta' dejn pubbliku tal-UE ta' 80 % għall-MMFs tal-UE għadhom dubjużi. Madankollu, anki mingħajr l-impożizzjoni ta' kwota, wara ż-żieda reċenti fir-rati tal-imgħax fiż-żona tal-euro jistgħu jidhru fis-suq aktar CNAVs tad-dejn pubbliku ffokati fuq l-EUR, li tista' tgħin sabiex jitpoġġa aktar dejn sovran għal żmien qasir f'EUR mas-CNAVs ta' dejn pubbliku tal-UE.

4. KONKLUZJONI

Dan ir-rapport iwettaq il-mandat legali skont l-Artikolu 46(1) u 46(2) tar-Regolament MMF sabiex il-Kummissjoni tippreżenta rapport lill-Parlament Ewropew u lill-Kunsill, li jirrieżamina l-adegwatezza tar-Regolament MMF mil-lat prudenzjali u ekonomiku.

Ir-rapport juri li r-Regolament MMF għadda b'suċċess mit-test tal-istress ta' likwidità esperjenzat mill-MMFs matul it-taqlib tas-suq relatat mal-COVID-19 f'Marzu 2020, iż-żidiet reċenti fir-rati tal-imgħax, u l-ipprezzar mill-ġdid relatat tal-assi finanzjarji. L-ebda MMF ibbażat fl-UE ma kellu jintroduċi tariffi jew gates ta' tifdija jew jissospendi t-tifdijiet matul dawn l-avvenimenti ta' stress. Similarment, l-MMFs tal-UE iffokati fuq l-assi tal-GBP irreżistew għall-pressjoni tat-tifdija marbuta mal-istress fis-suq tat-titoli ta' Settembru 2022.

[57] Għal diversi raġunijiet, l-MMFs għandhom it-tendenza li ma jħalltux il-muniti. Filwaqt li jistgħu jagħmlu dan sa ċertu punt bl-iħħeġġjar tal-iskoperturi għar-riskju tal-kambju permezz ta' derivattivi tal-kambju, dan isir għali wisq fuq bażi sostanzjali.

Dawn l-esperjenzi jindikaw li s-salvagwardji fir-Regolament MMF qed jaħdmu kif maħsub. Dan jinkludi s-salvagwardji li kienu maħsuba biex jippermettu lil MMFs ta' NAV stabbli (CNAVs u LVNAVs) sabiex ikomplu jużaw, taħt ċerti kundizzjonijiet, il-metodu tal-kost amortizzat mingħajr ma joħolqu riskji sistemiċi u mingħajr ma jagħmlu ħsara lill-investituri.

Billi jintroduċi reġim dedikat, ir-Regolament MMF saħħaħ b'mod sinifikanti l-qafas regolatorju għall-MMFs fl-UE, li qabel kienu soġġetti għal regoli differenti. Madankollu, wara 5 snin ta' applikazzjoni tar-Regolament MMF, dan ir-rapport jidentifika nuqqasijiet li għandhom jiġu vvalutati ulterjorment. B'mod partikolari, ir-riżultati tal-konsultazzjoni mal-partijiet ikkonċernati u l-iżviluppi riċenti tas-suq juru li jista' jkun hemm lok għal żieda ulterjuri fir-reżiljenza tal-MMFs tal-UE, b'mod partikolari billi l-attivazzjoni potenzjali tal-għodod ta' mmaniġġar tal-likwidità tiġi sseparata mil-limiti regolatorji tal-likwidità. Barra minn hekk, dan ir-rapport jenfasizza l-problemi strutturali li huma esterni għall-MMFs, u għalhekk ukoll għar-Regolament MMF, inklużi dawk marbuta mas-swieq sottostanti għal terminu qasir. Dawn il-problemi strutturali jistħoqqilhom valutazzjoni ulterjuri, u bħalissa huma wkoll is-suġġett ta' analiżi aktar fil-fond fil-livell tal-FSB.

Fl-aħħar, l-MMFs tal-UE jibbenefikaw mir-rieżami kontinwu tad-Direttivi dwar l-AIFM u l-UCITS[58], li għandhom l-għan li jintroduċu regoli armonizzati ġodda biex iżidu d-disponibbiltà tal-LMTs għal fondi mingħajr limiti. Dan il-qafas il-ġdid tal-LMT ikompli jsaħħaħ ir-reżiljenza tal-immaniġġar tal-likwidità tal-MMFs tal-UE f'każijiet ta' stress.

[58] Peress li l-MMFs li joperaw fl-UE jridu jkunu stabbiliti u jikkonformaw jew mal-AIFMD jew mal-UCITSD. Il-proposta tal-Kummissjoni tista' tinstab fuq: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Servizzi-finanzjarji-riezami-tar-regoli-tal-UE-dwar-manigers-ta-fondi-ta-investiment-alternattivi_mt.