EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 20.7.2023
COM(2023) 452 final

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET

om tilstrækkeligheden af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1131 om pengemarkedsforeninger ud fra et tilsynsmæssigt og økonomisk synspunkt

INDHOLDSFORTEGNELSE

1. INDLEDNING 3

1.1. Baggrund 3

1.2. Retsgrundlag for rapporten 4

1.3. Metodik og høringsproces 4

2. PENGEMARKEDSFORENINGSSEKTOREN I DAG 5

2.1. Vigtigste ændringer indført ved forordningen om pengemarkedsforeninger 5

2.2. Markedsstruktur i dag 7

2.3. Den seneste markedsudvikling og de indhøstede erfaringer 11

3. TILSTRÆKKELIGHEDEN AF FORORDNINGEN OM PENGEMARKEDSFORENINGER UD FRA ET TILSYNSMÆSSIGT OG ØKONOMISK SYNSPUNKT 15

3.1. Pengemarkedsforeninger og gældsværdipapirer udstedt eller garanteret af EU-medlemsstater 15

3.2. Ensartede definitioner af høj og særdeles høj likviditet og høj og særdeles høj kreditkvalitet af overdragelige aktiver 16

3.3. Virkningen af forordningen om pengemarkedsforeninger på de kortfristede finansieringsmarkeder 17

3.4. Udviklingen i reglerne på internationalt niveau 18

3.4.1. Mindskelse af risikoen for stormløb 19

3.4.2. Styrkelse af pengemarkedsforeningers likviditet og deres evne til at absorbere tab 20

3.4.3. Andre foranstaltninger 22

3.5. Muligheden for at fastsætte en EU-kvote for offentlig gæld på mindst 80 % 22

4. KONKLUSIONER 23

FORKORTELSER

AIFMD	Direktivet om forvaltere af alternative investeringsfonde
CNAV	Pengemarkedsforening med konstant nettoaktivværdi
ECB	Den Europæiske Centralbank
ESMA	Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed
ESRB	Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici
EUR	Euro
FSB	Rådet for Finansiel Stabilitet
GBP	Britiske pund
LVNAV	Pengemarkedsforeninger med nettoaktivværdi med lav volatilitet
MMF	Pengemarkedsforening
MMF-forordningen	Forordning (EU) 2017/1131 om pengemarkedsforeninger
NAV	Nettoaktivværdi
NCA'er	Nationale kompetente myndigheder
USD	Amerikanske dollar
UCITS	Institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter)
VNAV	Pengemarkedsforening med variabel nettoaktivværdi
WMA	Aktiver med udløb inden for en uge

1. INDLEDNING

1.1. Baggrund

Forordning (EU) 2017/1131 om pengemarkedsforeninger (forordningen om pengemarkedsforeninger) blev foreslået i kølvandet på den globale finanskrise, som afslørede visse svagheder på de finansielle markeder og i deres reguleringsordninger rundt om i verden. Siden forordningen trådte i kraft i januar 2019, har den styrket reguleringsordningen for pengemarkedsforeninger i EU betydeligt efter henstillinger fra Rådet for Finansiel Stabilitet (FSB), Den Internationale Børstilsynsorganisation (IOSCO)[1] og Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB).

Den nye lovgivningsmæssige ramme blev sat på prøve af markedspresset i forbindelse med covid-19-pandemien. Virkningen af dette pres på pengemarkedsforeninger varierede på tværs af jurisdiktioner på grund af forskelle i strukturen på markederne for pengemarkedsforeninger (f.eks. de fremherskende typer pengemarkedsforeninger, investorprofiler og underliggende investeringer) og resterende forskelle i de lovgivningsmæssige rammer for pengemarkedsforeninger. Større centralbanker som Den Europæiske Centralbank (ECB) og den amerikanske Federal Reserve traf forskellige foranstaltninger for at afbøde virkningerne, herunder direkte køb af commercial papers[2] på det primære og sekundære marked, ydelse af lån til banker med henblik på køb af aktiver fra pengemarkedsforeninger (Federal Reserve) og udvidelse af den belånbare sikkerhed for refinansieringsoperationer til usikrede bankobligationer (ECB). Disse interventioner forbedrede likviditeten og tilliden på de kortfristede gældsmarkeder, hvilket også bidrog til en reduktion af pengemarkedsforeningernes indfrielseshastighed. Selv om der var en betydelig udstrømning fra visse typer pengemarkedsforeninger i marts 2020 og andre markedsstressperioder, var ingen pengemarkedsforeninger i EU forpligtet til at udløse indløsningsgebyrer eller -gates[3] eller suspendere indløsning.

Efter stresssituationen på markedet som følge af covid-19, begyndte de globale og europæiske tilsynsmyndigheder at arbejde på politiske forslag med henblik på at øge pengemarkedsforeningernes modstandsdygtighed. FSB[4], ESRB[5] og Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA)[6] foreslog navnlig forskellige reformer for at sikre, at pengemarkedsforeninger ikke forstærker likviditetschok i stresssituationer. Et af disse forslag er at fjerne muligheden for, at pengemarkedsforeninger med nettoaktivværdi med lav volatilitet (LVNAV'er) kan anvende opgørelse til amortiseret kostpris. Dette kan

---

1 Den Internationale Børstilsynsorganisation (IOSCO) gennemførte en peerevaluering af gennemførelsen af reformerne af pengemarkedsforeninger på tværs af forskellige jurisdiktioner og offentliggjorde den 20. november 2020 en tematisk gennemgang af konsekvensen i gennemførelsen af reformer af pengemarkedsforeningerne. Rapporten bekræfter, at de opnåede reguleringsmål i høj grad er i overensstemmelse med de oprindelige henstillinger.

2 Commercial paper: et usikret løfte om at betale et bestemt beløb på en angivet forfaldsdato, udstedt i ihændehaverform" (IMF, 2003). Commerical papers udstedes for det meste af ikke-finansielle selskaber.

3 Indløsningsafgifter som et likviditetsstyringsværktøj, der normalt pålægger investorer, der sælger kapitalandele i en forening, en fast afgift (typisk inden for en forud fastsat periode). Indløsningsgates er et likviditetsstyringsværktøj, der skal forhindre investorer i at trække en del af deres kapital ud i en periode.

4 FSB, 11. oktober 2021,Politikforslag til styrkelse af pengemarkedsforeningers modstandsdygtighed.

5 ESRB, 2. december 2021, anbefaling om reform af pengemarkedsforeninger

6 ESMA, 14. februar 2022,ESMA's udtalelse om revisionen af forordningen om pengemarkedsforeninger.

imidlertid mindske pengemarkedsforeningers effektivitet som alternativer til likviditetsstyring i forhold til bankindskud og begrænse virksomhedernes likviditetsstyringsmuligheder[7].

1.2. Retsgrundlag for rapporten

Denne rapport udarbejdes i overensstemmelse med artikel 46, stk. 1, i forordningen om pengemarkedsforeninger, som pålægger Kommissionen at vurdere, hvordan forordningen om pengemarkedsforeninger fungerer, på grundlag af en analyse af de gældende regler ud fra et tilsynsmæssigt og økonomisk synspunkt og efter høring af ESMA og, hvor det er relevant, ESRB, og i overensstemmelse med artikel 6, stk. 2, som præciserer de betingelser, som denne rapport skal tage hensyn til. I henhold til denne artikel skal Kommissionen også vurdere, om der skal foretages ændringer i ordningen for statsgældsbaserede pengemarkedsforeninger med konstant nettoaktivværdi (CNAV'er) for offentlig gæld og LVNAV'er.

1.3. Metodik og høringsproces

Denne rapport bygger på en række undersøgelser foretaget af europæiske og internationale organer. Både FSB's rapport[8] og ESMA's udtalelse[9] nød godt af feedback fra interessenter. Sidstnævnte rapporter samt ESRB's anbefalinger[10] indeholder omfattende datasæt og dokumentation fra tilsynsmyndigheder. ECB har offentliggjort en vurdering af effektiviteten af EU's lovgivningsmæssige rammer ud fra et perspektiv om finansiel stabilitet baseret på pengemarkedsforeningernes adfærd under covid-19-krisen[11]. Denne rapport er blevet underbygget af akademiske dokumenter.

Fra den 12. april til den 20. maj 2022 gennemførte Kommissionen en interessenthøring for at indsamle interessenternes synspunkter om, hvordan forordningen om pengemarkedsforeninger fungerer[12]. I alt 48 respondenter indsendte et bidrag. Mere end to tredjedele af respondenterne anførte, at forordningen om pengemarkedsforeninger har været effektiv med hensyn til at opfylde dens centrale mål med hensyn til at sikre likviditet, øge investorbeskyttelsen, forebygge risikoen for afsmitning og forbedre gennemsigtigheden, tilsynet og den finansielle stabilitet på det indre marked. Disse respondenter mener, at forordningen om pengemarkedsforeninger har bidraget til integrationen af kapitalmarkederne og gjort pengemarkedsforeninger mere modstandsdygtige, navnlig gennem dens regler om kreditkvalitet[13] og aktivsammensætning[14]. Tilbagemeldinger fra interessenter viser også, hvor vigtigt det er at sikre konsekvens i reglerne på EU-plan og styrke tilsynet. Desuden værdsætter grænseoverskridende investorer også, at forordningen om pengemarkedsforeninger giver dem mulighed for at gennemføre likviditetsstyring globalt

---

7 Pengemarkedsforeninger med privat gæld og stabil NAV har indlånslignende karakteristika, investerer i bankudstedte passiver og anvendes af ikke-finansielle selskaber som et instrument til likviditetsstyring.

8 FSB, 11. oktober 2021,Politikforslag til styrkelse af pengemarkedsforeningers modstandsdygtighed.

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

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

11 ECB, oktober 2022, "Is the EU Money Market Fund Regulation fit for purpose? Lessons from the COVID-19 turmoil", Working Paper Series, nr. 2737.

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

13 Artikel 19-23 i forordning (EU) 2017/1131 (forordningen om pengemarkedsforeninger)

14 Artikel 8-18 i forordning (EU) 2017/1131 (forordningen om pengemarkedsforeninger)

gennem en standardproces både ud fra et regnskabsmæssigt synspunkt og et risikostyringssynspunkt.

2. PENGEMARKEDSFORENINGSSEKTOREN I DAG

2.1. Vigtigste ændringer indført ved forordningen om pengemarkedsforeninger

Før indførelsen af forordningen om pengemarkedsforeninger fungerede størstedelen af pengemarkedsforeningerne i EU i henhold til reglerne i UCITS-direktivet[15], dets gennemførelsesretsakter og retningslinjer samt branchekoder. Frankrig, Irland og Luxembourg er de største hjemsteder for pengemarkedsforeninger i EU. Luxembourg og Irland udviklede en pengemarkedsforeningssektor med konstant nettoaktivværdi i udenlandsk valuta rettet mod institutionelle investorer fra lande uden for EU.

Med forordningen om pengemarkedsforeninger blev der indført en særlig og betydeligt mere udviklet reguleringsordning for pengemarkedsforeninger i EU. Den havde navnlig til formål at tackle de kredit- og likviditetsrisikoudfordringer, som pengemarkedsforeninger oplevede under krisen i 2008. Med harmoniseringen af de væsentlige produktegenskaber, der udgjorde en pengemarkedsforening, resulterede rammen også i indførelsen af et ensartet niveau af investorbeskyttelse gennem regler om likviditets- og likviditetsrisikostyring, herunder likviditetsbuffere, aktiver, som pengemarkedsforeninger kan investere i, diversificering, værdiansættelse og intern kreditkvalitetsvurdering. Indførelsen af denne ramme øgede også gennemsigtigheden over for investorer og tilsynet, herunder gennem omfattende rapportering til de nationale kompetente myndigheder.

Desuden indeholder forordningen om pengemarkedsforeninger et udtrykkeligt forbud mod "ekstern støtte" for at undgå risikoen for afsmitning mellem pengemarkedsforeningssektoren og resten af den finansielle sektor. "Kend din kunde"-politikken forpligter forvaltere af alle typer pengemarkedsforeninger til at foregribe virkningerne af samtidige indløsninger fra flere investorer. Alle ledere skal tilpasse det faktiske likviditetsniveau til deres kunders specifikke likviditetsbehov på et hvilket som helst tidspunkt i deres regnskabscyklusser.

Med forordningen om pengemarkedsforeninger blev der oprettet en ny type pengemarkedsforening, en pengemarkedsforening med lav volatil nettoaktivværdi (LVNAV), som skal erstatte pengemarkedsforeninger med konstant nettoaktivværdi (CNAV'er), der er investeret i ikkeoffentlig gæld. I lighed med statsgældsbaserede CNAV'er er det tilladt for LVNAV'er at anvende regnskabsføring til amortiseret kostpris til at tilbyde en stabil indløsningspris, men kun så længe værdien af de underliggende aktiver ikke afviger mere end 20 basispoint fra markedsværdien af foreningens nettoaktiver[16]. De to værdier offentliggøres

[15] Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/65/EF af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter).

[16] Det karakteristiske træk ved statsgældsbaserede CNAV'er og LVNAV'er er afrunding af nettoaktivværdien til 2 decimaler, hvilket dog kun er muligt inden for 20bp-korridoren for LVNAV'er (i forhold til 4. decimal for pengemarkedsforeninger med variabel nettoaktivværdi (VNAV'er)). Afrundingen betyder, at investorerne ikke behøver at indregne de meget små urealiserede kapitalgevinster og -tab i porteføljen, når de indløser kapitalandele.

dagligt. Hvis afvigelsen overstiger 20 basispoint, skal LVNAV-foreningen skifte fra en konstant nettoaktivværdi til en variabel nettoaktivværdi[17].

Overholdelse af forordningen om pengemarkedsforeninger skabte visse juridiske omkostninger og driftsomkostninger for kapitalforvaltere, som var nødt til at migrere eksisterende foreninger til den nye ordning, øge gennemsigtigheden, forbedre deres risikostyringsprocesser og nøje overvåge deres investeringer og den dermed forbundne kredit- og likviditetsrisiko, alt sammen for at sikre overholdelse af likviditetskravene. Der var også omkostningsmæssige konsekvenser for tredjepartsdistributører, platforme og depotforvaltere. Der var brug for mere tid og flere ressourcer fra pengemarkedsforeningsinvestorerne til at opbygge investeringspolitikker, kontroller og tilsyn omkring rammen, likviditetssystemerne og regnskabsprocesserne og til at sikre, at revisorerne var trygge ved de nye pengemarkedsforeningsstrukturer ud fra et likviditetsækvivalensperspektiv. Resultaterne af høringen pegede imidlertid ikke på, at omkostningerne var for høje, og viste ikke, at der var et betydeligt forenklingspotentiale.

I sin markedsundersøgelse fra oktober 2020 bemærkede de europæiske investeringsforeningers brancheorganisation, at de strenge lovgivningsmæssige krav, der blev indført ved forordningen om pengemarkedsforeninger, og de øgede omkostninger ved overholdelse af lovgivningen resulterede i et fald på 16 % i antallet af UCITS-pengemarkedsforeninger i første kvartal af 2019, da en række kapitalforvaltere valgte at lukke deres pengemarkedsforeninger, navnlig små pengemarkedsforeninger, eller konvertere dem til kortfristede obligationsbaserede investeringsforeninger. Desuden opfyldte visse foreninger ikke længere de strengere lovgivningsmæssige krav i forordningen om pengemarkedsforeninger, og de kunne derfor ikke længere betegnes som pengemarkedsforeninger. Trods faldet i antallet af pengemarkedsforeninger oplevede europæiske pengemarkedsforeninger en kraftig nettotilstrømning i 2019 og 2020.

Tabel 1: Vigtigste karakteristika og sikkerhedsforanstaltninger for pengemarkedsforeninger i EU

	Pengemarkedsforening med kort løbetid			**Standardpengemarkedsforening**
	Stabil nettoaktivværdi		**Variabel nettoaktivværdi (VNAV)**	
Navn	Statsgældsbaseret konstant nettoaktivværdi (statsgældsbaseret CNAV)[18]	Lav volatil nettoaktivværdi (LVNAV)[19]	VNAV med kort løbetid[20]	Standardfristet VNAV[21]

[17] Forordningen om pengemarkedsforeninger indfører en række andre porteføljе- og værdiansættelsesregler, der tager sigte på investorbeskyttelse og stabilitet på de finansielle markeder.

[18] Statsgældsbaseret pengemarkedsforening med konstant nettoaktivværdi, jf. artikel 2, nr. 11), i forordningen om pengemarkedsforeninger.

[19] Pengemarkedsforening med nettoaktivværdi med lav volatilitet, jf. artikel 2, nr.. 12), i forordningen om pengemarkedsforeninger

[20] Pengemarkedsforeninger med variabel nettoaktivværdi forvaltet som pengemarkedsforeninger med kort løbetid, jf. artikel 2, nr.. 14), i forordningen om pengemarkedsforeninger.

[21] Pengemarkedsforeninger med variabel nettoaktivværdi forvaltet som standardpengemarkedsforeninger, jf. artikel 2, nr.. 15), i forordningen om pengemarkedsforeninger.

Offentlig gæld	Min. 99,5 % i offentlig gæld, reverse repo-sikret ved offentlig gæld og i kontanter	Tilladt
Vægtet gennemsnitlig renteløbetid[22]	Højst 60 dage	Højst seks måneder
Vægtet gennemsnitlig restløbetid[23]	Højst 120 dage	Højst 12 måneder
Aktivernes løbetid	Højst 397 dage	Højst to år med en 397-dages nulstilling
Aktiver med udløb inden for en dag	Mindst 10 %	Mindst 7,5 %
Aktiver med udløb inden for en uge	Mindst 30 % (heraf offentlig gæld begrænset til 17,5 %)	Mindst 15 %

2.2. Markedsstruktur i dag

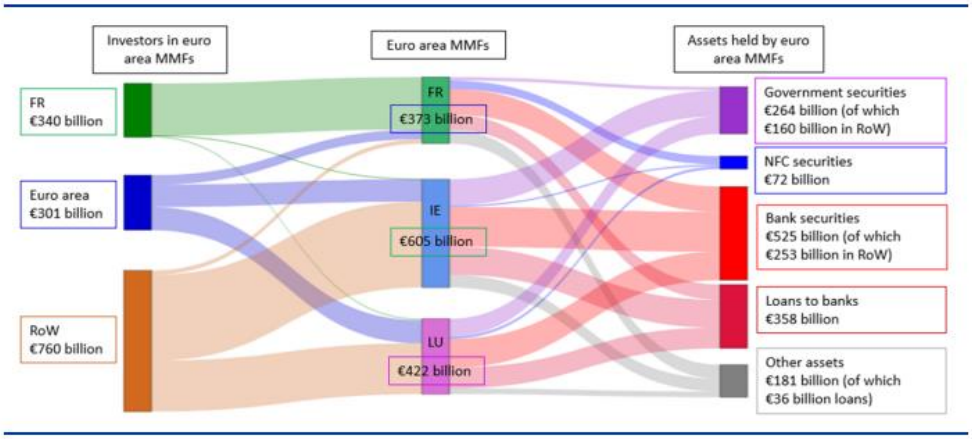
I henhold til artikel 46, stk. 2, litra a), i forordningen om pengemarkedsforeninger skal Kommissionen analysere de erfaringer, der er indhøstet ved anvendelsen af forordningen, konsekvenserne for investorerne, pengemarkedsforeningerne og forvalterne af pengemarkedsforeninger i Unionen.

Pengemarkedsforeninger i euroområdet havde ved udgangen af 2021 ca. 1,5 billioner EUR i samlede aktiver fordelt på statsgældsbaseret CNAV (11 % af de samlede forvaltede aktiver), LVNAV (46 %), VNAV med kort løbetid (12 %) og standard-VNAV (31 %). EU-pengemarkedsforeninger er hovedsagelig denomineret i EUR (42 %), USD (31 %) og GBP (22 %) og er koncentreret i nogle få lande, primært Irland, Luxembourg og Frankrig, som tegner sig for henholdsvis 42 %, 26 % og 25 % af de samlede aktiver, der forvaltes af pengemarkedsforeninger i EU[24].

Statsgældsbaserede CNAV'er og LVNAV'er er for det meste denomineret i USD og GBP og har hjemsted i Irland og Luxembourg. Pengemarkedsforeninger denomineret i euro er primært struktureret som standard-VNAV'er og har for det meste hjemsted i Frankrig (192 foreninger pr. december 2021).

Figur 1: Hvem investerer i pengemarkedsforeninger i euroområdet, og hvor investerer disse pengemarkedsforeninger?
Kilde: ECB, Macro-prudentiel Bulletin, april 2021

22 Som defineret i artikel 2, nr. 19), i forordningen om pengemarkedsforeninger.
23 Som defineret i artikel 2, nr. 20), i forordningen om pengemarkedsforeninger.
24 Se også rapporter fra ESMA og ESRB.



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.

Erhvervsinvestorer og institutionelle investorer ejer størstedelen af kapitalandelene/andelene i pengemarkedsforeninger i euroområdet, jf. figur 2[25]. Professionelle investorer tegner sig for 95 % af nettoaktivværdien for CNAV'er og 99 % for LVNAV'er. For VNAV'er er andelen af detailinvestorer lidt højere, nemlig 13 % og 12 % for henholdsvis kortfristede og standard-VNAV'er[26].

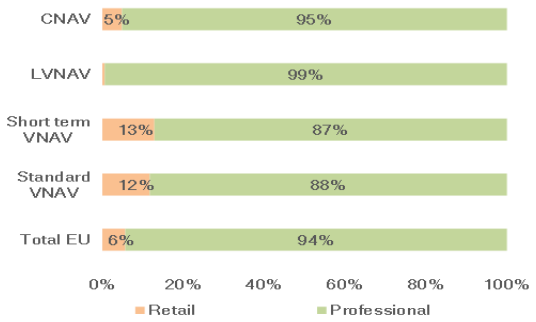
Som vist i figur 3 er finansielle institutioner de største investorer i pengemarkedsforeninger på tværs af typerne, idet de tegner sig for 59 % af nettoaktivværdien, mens ikke-finansielle selskaber tegner sig for 19 % af nettoaktivværdien.

Ikke-EU-investorer er dominerende i Luxembourg og Irland, jf. figur 4. Ikke-EU-investorer tegner sig for mere end 77 % af nettoaktivværdien af irske pengemarkedsforeninger og tæt på 63 % for Luxembourg. For så vidt angår irske pengemarkedsforeninger er disse primært investorer med hjemsted i Det Forenede Kongerige (60 % af deres investorer baseret på det ejede beløb). Dette afspejler betydningen af pengemarkedsforeninger denomineret i ikke-EU-valutaer med hjemsted i disse medlemsstater. Derimod tegner franske indenlandske investorer sig for næsten 76 % af nettoaktivværdien i Frankrig.

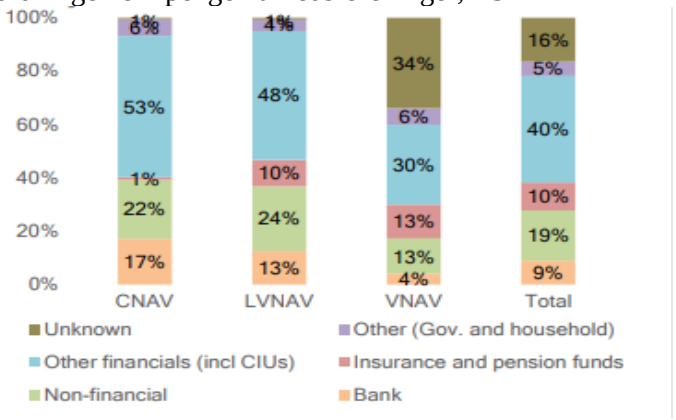
Figur 2: Detailinvestorer i forhold til professionelle investorer i pengemarkedsforeninger (% af den samlede nettoaktivværdi)
Kilde: ESMA's markedsrapport 2023

25 ESMA, den 8. februar 2023: "EU MMF market 2023"

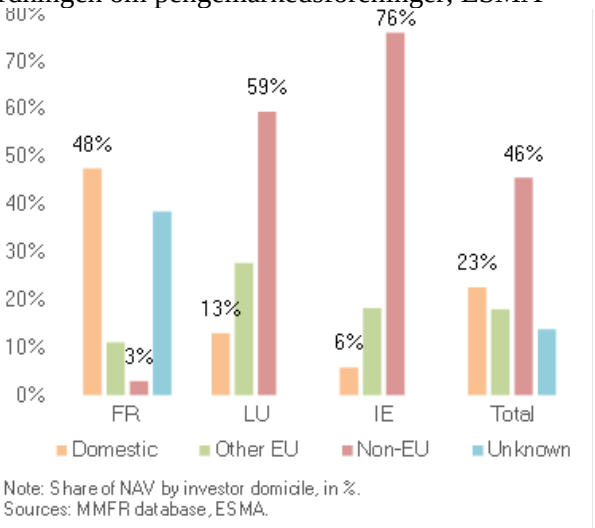
26 Dette skyldes i vid udstrækning pengemarkedsforeninger med hjemsted i Frankrig, hvor detailinvestorernes andel udgør 12 % af nettoaktivværdien på grund af medarbejdernes opsparingsordninger.



Figur 3: Typer af investorer i pengemarkedsforeninger efter sektor (% af den samlede nettoaktivværdi)
Kilde: Database for forordningen om pengemarkedsforeninger, ESMA



Figur 4: Andel af nettoaktivværdien efter investors hjemsted (i %)
Kilde: Database for forordningen om pengemarkedsforeninger, ESMA



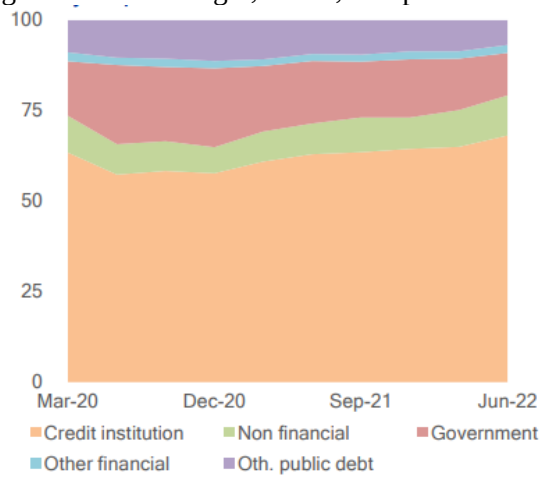
Drøftelser med investorer i pengemarkedsforeninger og svar fra høringen af interessenter viser, at følgende kriterier er de vigtigste for investorernes investeringsvalg: intradag/daglig likviditet, bevarelse af kapital og diversificering. Investorerne nævner også andre karakteristika ved EU-pengemarkedsforeninger — f.eks. porteføljekvalitet eller afkastniveau — som vigtige for deres investeringsvalg. Pengemarkedsforeninger anvendes hovedsagelig som et likviditetsstyringsværktøj.

Kapitalandele i pengemarkedsforeninger betragtes som "likvide midler" i henhold til regnskabsstandarden IAS7[27]. Dette gælder for CNAV'er and LVNAV'er på grund af deres stabile værdi og muligheden for indløsning på dagen. I visse jurisdiktioner gælder denne regnskabsmæssige behandling også for VNAV'er. Svarene på Kommissionens høring viser, at hvis virksomheder tvinges til at investere i andre instrumenter med andre karakteristika, vil det skabe usikkerhed om den regnskabsmæssige behandling af disse produkter som "likvide midler" og også begrænse virksomhedernes likviditetsstyringsmuligheder, da andre instrumenter måske ikke tilbyder intradag-likviditet.

Statsgældsbaserede CNAV'er skal investere 99,5 % af deres aktiver i offentlig gæld, i reverse repos sikret med statsgæld og i kontanter. LVNAV'er og VNAV'er investerer primært i pengemarkedsinstrumenter (67 % af deres samlede aktiver) suppleret med indskud, repo- og reverse repoaftaler og andre kortfristede aktiver.

Som det fremgår af figur 5, er EU-pengemarkedsforeninger hovedsagelig eksponeret for den finansielle sektor, herunder kreditinstitutter, hvis værdipapirer udgør mere end 60 % af de samlede pengemarkedsinstrumenter, der besiddes af pengemarkedsforeninger i EU. Eksponeringer for ikke-finansielle selskaber er fortsat begrænsede (10 % af pengemarkedsinstrumenterne) og besiddes hovedsagelig af VNAV'er[28]. Samlet set besidder pengemarkedsforeninger i EU mellem 50 og 70 % af eurodenominerede finansielle commercial papers i euro og omsættelige indskudsbeviser[29] (FSB, 2021).

Figur 5: Pengemarkedsforeningers pengemarkedsinstrumenter er hovedsagelig eksponeret for den finansielle sektor (% af beholdninger af pengemarkedsinstrumenter)
Kilde: Database over pengemarkedsforeninger, Eikon, kompetente nationale myndigheder, ESMA



Som vist i figur 6 er størstedelen af EU-pengemarkedsforeningernes eksponering for offentlig gæld rettet mod stater uden for EU (74 % af statsengagementet ved udgangen af 2021). Disse eksponeringer besiddes hovedsagelig af CNAV'er. Sidstnævnte reducerede deres beholdninger af statsobligationer betydeligt fra 62 % af de samlede aktiver i juni 2021 til 32 % i juni 2022. Samtidig øgede de deres genkøbsmarkedseksponeringer som følge af

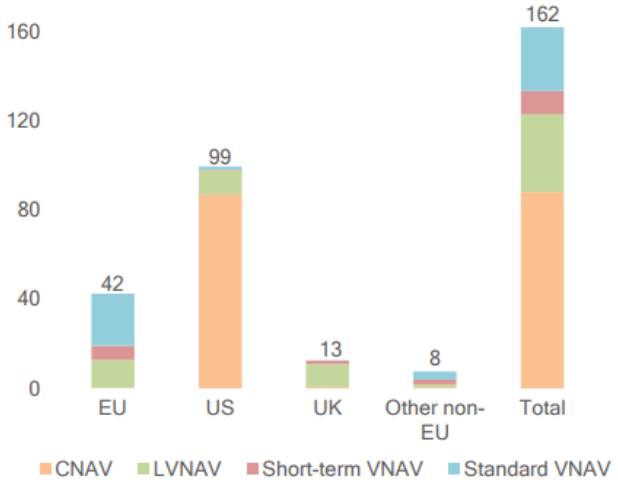
[27] Forordning (EU) nr. 1126/2008, international regnskabsstandard 7, afsnit 6: *"Tilsvarende likvide midler er kortfristede, meget likvide investeringer, som umiddelbart kan konverteres til kendte beløb i likvide beholdninger, og hvorpå der kun er en ubetydelig risiko for værdiændringer."*

[28] ESMA, den 8. februar 2023: "EU MMF market 2023"

[29] Indskudsbeviser: "et certifikat udstedt af en bank, der anerkender et indskud i den pågældende bank i en bestemt periode til en bestemt rentesats" (IMF, 2003).

forventningen om ændrede rentesatser. Andelen af statsobligationer i LVNAV'ers porteføljer er steget betydeligt i løbet af 2020, men blev genjusteret til sammensætningen før covid-19 i løbet af 2021 og første halvdel af 2022. VNAV'er har normalt en lavere andel af offentlig gæld, i gennemsnit 7 % af deres aktiver[30].

Figur 6: Eksponering for offentlig gæld ved udgangen af 2021 i mia. EUR.
Kilde: Database for forordningen om pengemarkedsforeninger, kompetente nationale myndigheder, ESMA



2.3. Den seneste markedsudvikling og de indhøstede erfaringer

I de seneste år har der været en række stressbegivenheder, som har testet rammerne for pengemarkedsforeninger. I marts 2020 førte covid-19-pandemien til en pludselig stigning i efterspørgslen efter sikre og likvide aktiver i både den finansielle og den ikke-finansielle sektor. Markedslikviditeten forværredes betydeligt på en lang række markeder og udløste hidtil usete indgreb fra centralbankernes side. Værdien af de vigtigste aktieindeks faldt over 30 % i løbet af flere uger, og de finansielle markeder oplevede en betydelig stigning i volatiliteten i de første måneder af pandemien. På grund af den generelle usikkerhed var investorerne tilbageholdende med at investere i de finansielle markeder, hvilket førte til store værdiansættelsestab.

Virksomhedsobligationer og pengemarkedsforeninger oplevede også et betydeligt pres. Erhvervsobligationsrenterne steg betydeligt i februar og marts 2020. Pengemarkedsforeninger, der er eksponeret på private markeder, dvs. LVNAV'er og VNAV'er i EU og primære pengemarkedsforeninger i USA[31], registrerede store udstrømninger. LVNAV'er med hjemsted i EU oplevede udgående pengestrømme på 51,4 mia. EUR i marts 2020[32] og stod over for udfordringer med hensyn til at sælge deres commercial papers og indlånsbeviser, da bankerne ikke var villige til eller var ude af stand til at købe disse papirer tilbage, herunder deres egne papirer[33].

---

30 Idem.

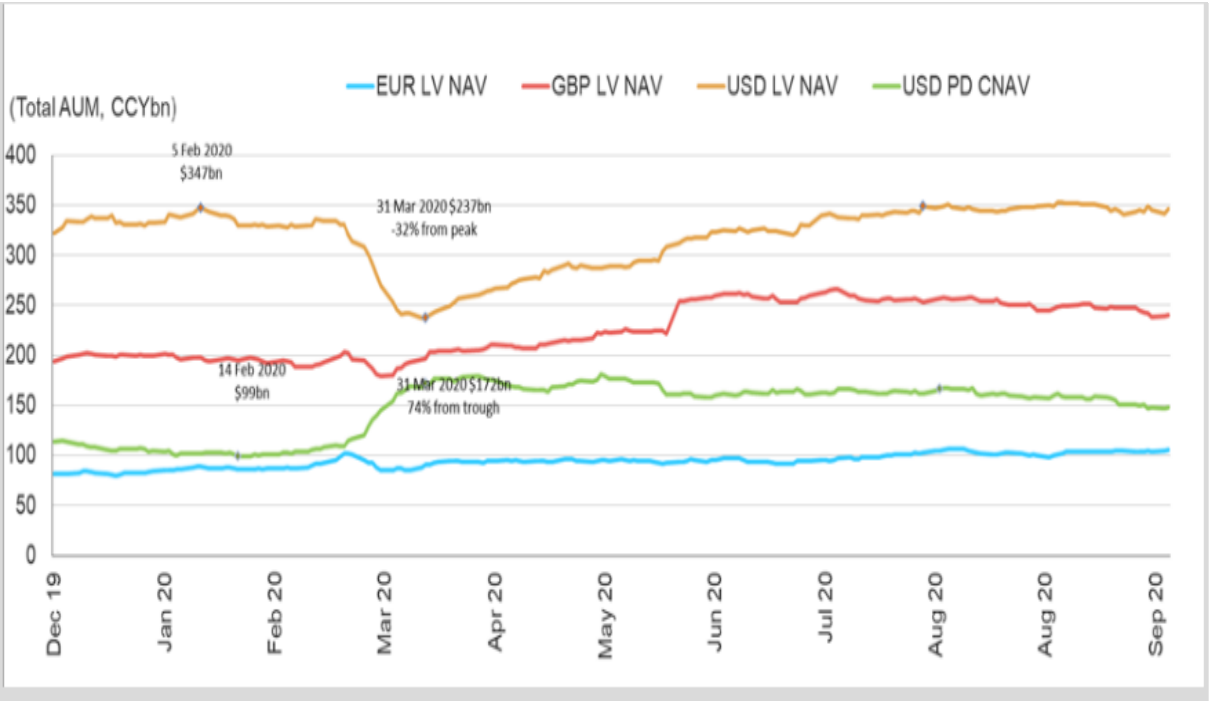
31 En primær pengemarkedsforening er en type amerikansk pengemarkedsforening, der hovedsagelig investerer i ikke-offentlige værdipapirer.

32 ESMA, september 2021, "Report on Trends, Risks and Vulnerabilities", nr. 2, 2021.

33 Commercial papers og indlånsbeviser beholdes normalt til udløb, og selv om de har en meget kort løbetid, er deres sekundære marked ikke likvidt, heller ikke under normale forhold. Samtidig tegner pengemarkedsforeninger sig for en betydelig del af efterspørgslen efter disse instrumenter.

Stresssituationen var særlig akut for USD-denominerede LVNAV'er, som vist i figur 7 og relevant litteratur[34]. Da deres beholdninger af aktiver med udløb inden for en uge nærmede sig det lovbestemte minimum på 30 %, kan nogle investorer have været bekymrede over den stigende mulighed for, at forvaltere ville gøre brug af tilgængelige likviditetsstyringsværktøjer (dvs. likviditetsafgifter eller indløsningsgates). Bekymringerne over anvendelsen af likviditetsstyringsværktøjer var særlig alvorlige på det amerikanske marked, hvilket kan forklares ved, at EU-investorer generelt er mere fortrolige med gebyrer end amerikanske investorer på grund af deres kendskab til gebyrer inden for UCITS. Som vist i figur 7 resulterede dette i en afsmittende virkning på pengemarkedsforeninger hjemmehørende i EU, med en kombination af LVNAV'er med indløsning i USD og tegninger i USD hos statsgældsbaserede CNAV'er af tilsvarende omfang, hvilket afspejlede en potentiel substitutionseffekt (eller "flight to quality").

Figur 7: Udvikling i aktiver under forvaltning af forskellige typer pengemarkedsforeninger omkring marts 2020 Kilde: de europæiske investeringsforeningers brancheorganisation: data fra Fitch Ratings, iMoneyNet



Dataene[35] viser, at pengemarkedsforeninger med en lav beholdning af aktiver med udløb inden for en uge registrerede højere udgående pengestrømme end pengemarkedsforeninger med en høj beholdning af aktiver med udløb inden for en uge. Denne analyse kan fortolkes som dokumentation for, at institutionelle investorer indløser fra pengemarkedsforeninger for at undgå at blive pålagt gebyrer og gates. Desuden viser undersøgelser foretaget af Avalos og

[34] Som drøftet i forskellige rapporter, herunder FSB's politikforslag til forbedring af pengemarkedsforeningers modstandsdygtighed fra oktober 2021, ESRB's note om systemiske sårbarheder og foreløbige politiske overvejelser om reform af pengemarkedsforeninger fra juli 2021 og ECB's artikel fra Macro-prudential bulletin, april 2021, med titlen "How effective is the EU Money Market Fund Regulation? Lessons from the COVID-19 turmoil".

[35] ESMA, 2021, "Report on Trends Risks and Vulnerabilities", nr. 1 2021.

Xia (2021)[36], Darpeix (2021)[37] og Dunne og Giuliana (2021)[38], at likviditetsgraden var hoveddrivkraften bag indløsning for LVNAV'er, men ikke for VNAV'er, hvilket tyder på mulige uønskede tærskelvirkninger[39]. I betragtning af krisens omfang og den globale økonomiske situation, som pandemien udløste, traf store centralbanker en række foranstaltninger for at støtte kapitalmarkederne. Denne støtte blev ydet gennem:

- direkte køb af indskudsbeviser i indenlandsk valuta og commercial papers (ECB[40], Bank of England[41], Federal Reserve) på det primære eller sekundære marked
- udvidelse af den belånbare sikkerhed til usikrede obligationer udstedt af banker (ECB)
- lånefaciliteter for banker til køb af aktiver fra pengemarkedsforeninger (Federal Reserve)[42].

Som følge af centralbankernes indgriben aftog indløsningskravene, og likviditeten forbedredes på de underliggende pengemarkeder. Selv om disse interventioner primært havde til formål at genoprette tilliden til dybden og likviditeten på markederne for kortfristet finansiering, var de også indirekte til gavn for pengemarkedsforeninger i EU.

Uroen på markedet i marts 2020 viste, at visse segmenter af de finansielle markeder ikke var i stand til at absorbere betydelige og pludselige stigninger i salgspresset. Det skyldtes måske også, at forhandlernes likviditetsforsyning var mere begrænset og mindre responsiv over for pludselige stigninger i efterspørgslen end før finanskrisen i 2008. Ikke desto mindre var ingen pengemarkedsforeninger i EU nødt til at indføre indløsningsgebyrer eller -gates eller suspendere indløsningerne i marts 2020. Desuden overskred ingen LVNAV'er de tærskler, der er fastsat i forordningen om pengemarkedsforeninger, for at blive konverteret til en VNAV (afvigelsen af markedsnettoaktivværdien fra den konstante nettoaktivværdi lå tæt på grænsen på 20 basispoint for nogle LVNAV'er i USD). Disse resultater bør dog fortolkes med forsigtighed og sættes i sammenhæng i betragtning af de centralbankinterventioner, der støttede markederne.

Siden februar 2022 har Ruslands invasion af Ukraine og de dermed forbundne geopolitiske spændinger påvirket de finansielle markeder, navnlig råvarepriserne og relaterede afledte produkter. Eftersom pengemarkedsforeninger i EU investerer i højlikvide aktiver med kort løbetid og minimal kreditrisiko, oplevede de ikke betydelige tab eller udgående

---

36 Avalos, F. og Xia, D. (2021), "Investor size, liquidity and prime money market fund stress", BIS Quarterly Review Special Feature, s. 17.

37 Darpeix, P.-E. og 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. og Raffaele, G. (2021), "Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?", ESRB Working Paper nr. 127.

39 ESMA, 14. februar 2022, "ESMA's udtalelse om revision af forordningen om pengemarkedsforeninger".

40 I marts 2020 bebudede ECB yderligere støtte til europengemarkederne ved at udvide sit eksisterende program til opkøb i virksomhedssektoren til at omfatte eurodenomineret ikke-finansielle commercial papers med restløbetider på helt ned til 28 dage (reduceret fra et tidligere minimum på seks måneder). ECB's opkøbsprogram for virksomheder har således kun indirekte gavnet pengemarkedsforeninger i lokal valuta ved at bidrage til at genoprette tilliden til de underliggende eurodenominerede markeder.

41 Paolo Cavallino og Fiorella De Fiore, 5. juni 2020, "Central banks' response to COVID-19 in advanced economies", BIS Bulletin nr. 21.

42 Ikke desto mindre kunne EU's LVNAV'er i USD ikke komme i betragtning til ECB's faciliteter og Federal Reserves pengemarkedsforeninger, og de oplevede i begyndelsen udstrømninger, men er hurtigt kommet sig efter centralbankernes udmeldinger.

pengestrømme. Pengemarkedsforeninger har tilpasset sig situationen ved at justere deres beholdninger med instrumenter med endnu kortere løbetider, som er mindre udsat for renterisiko[43], og ved at øge deres likviditet. Der er visse tegn på en indirekte effekt af, at investorer sælger andre aktiver eller står over for marginkrav og udnytter EU-pengemarkedsforeninger til at opbevare eller få adgang til likviditet. Indgående og udgående pengestrømme syntes dog ret afbalancerede, og ingen pengemarkedsforeninger i EU var nødt til at indføre indløsningsgebyrer eller suspendere indløsning i denne situation.

I september 2022 påvirkede situationen med markedsstress i Det Forenede Kongerige også pengemarkedsforeninger i EU med en betydelig eksponering for britiske aktiver og/eller britiske investorer (navnlig irske pengemarkedsforeninger, hvor ca. 60 % af investorerne målt i beløb kommer fra Storbritannien). Ifølge de foreliggende oplysninger var der en indirekte indvirkning på pengemarkedsforeninger denomineret i GBP, som hovedsagelig skyldtes investorer, der havde behov for hurtig adgang til likviditet efter øgede marginkrav og tvangssalg, navnlig fra foreninger med ansvarsbaserede investeringsstrategier[44]. Nogle pengemarkedsforeninger denomineret i GBP oplevede øgede udstrømninger (fem foreninger oplevede en kumulativ udstrømning på mere end 10 %)[45] kort tid efter meddelelsen om Det Forenede Kongeriges "minibudget" den 23. september 2022.

Situationen vendte hurtigt efter Bank of Englands indgreb for at støtte statsobligationsmarkedet. I oktober 2022 oplevede pengemarkedsforeninger denomineret i GBP en tilstrømning på næsten 30 %. Desuden tog pengemarkedsforeninger denomineret i GBP i den sidste uge af september 2022 skridt til at styrke deres modstandsdygtighed efter at have øget andelen af likvide aktiver i deres porteføljer, idet likviditetsniveauet både dagligt og ugentligt steg betydeligt[46].

Mens en LVNAV-forening var tæt på at overskride den lovbestemte grænse for afvigelse fra nettoaktivværdien, ser det ud til, at sektoren generelt klarede sig godt og levede op til sin rolle som kortfristet likviditetsopbevaring. Den passivdrevne investeringsepisode fremhæver pengemarkedsforeningernes rolle som likviditetsstyringsinstrumenter for institutionelle investorer. Den viser også betydningen af at opretholde pengemarkedsforeningssektorens modstandsdygtighed over for forskellige typer økonomiske chok.

I marts 2023 blev der ikke observeret nogen væsentlig indvirkning på pengemarkedsforeninger i EU efter uroen i banksektoren. I USA fik Silicon Valley Banks kollaps nogle indskydere til at sætte spørgsmålstegn ved sikkerheden af bankindskud, især indskud over den lovbestemte beskyttelsesgrænse. Dette udløste et skift i retning af amerikanske pengemarkedsforeninger, som gav højere afkast og større fleksibilitet. Desuden resulterede uroen i banksektoren i en øget tilstrømning til Federal Reserves overnight reverse repo-facilitet (ON RRP) i de sidste uger af marts 2023. Efter UBS' overtagelse af Credit Suisse har EU-pengemarkedsforeninger også oplevet en betydelig tilstrømning, herunder 17,7 mia. EUR til eurodenominerede pengemarkedsforeninger i marts 2023, hvilket kan ses som et

---

43 Aktiver med en kortere løbetid oplever en mindre prisændring som følge af et rentechok. I gennemsnit har pengemarkedsforeninger reduceret deres gennemsnitlige vægtede løbetid ned til 19 dage, hvilket er det laveste niveau i ti år mod sammenlignet med tæt på 50 dage i slutningen af 2020 og 2021.

44 Disse strategier er navnlig blevet anvendt af ydelsesdefinerede pensionskasser, som har anvendt gearing til at matche deres aktiver og passiver i en situation med lav rente.

45 ESMA, februar 2023, Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, nr. 1, 2023.

46 ESMA, februar 2023, Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, nr. 1, 2023.

tegn på, at markedsdeltagerne opfatter EU's pengemarkedsforeningssektor som modstandsdygtig.

3. TILSTRÆKKELIGHEDEN AF FORORDNINGEN OM PENGEMARKEDSFORENINGER UD FRA ET TILSYNSMÆSSIGT OG ØKONOMISK SYNSPUNKT

I det følgende afsnit gennemgås hensigtsmæssigheden af forordningen om pengemarkedsforeninger ud fra et tilsynsmæssigt og økonomisk synspunkt i overensstemmelse med kravene i artikel 46, stk. 2, i nævnte forordning.

Pengemarkedsforeninger er en særskilt kategori af investeringsfonde, som på den ene side er tæt forbundet med virksomheder, der er aktive i realøkonomien og banksektoren, og på den anden side er tæt forbundet med centrale dele af de finansielle markeder. De har en vigtig dobbelt økonomisk funktion som et likviditets- og likviditetsstyringsværktøj og som et kortsigtet finansieringsinstrument for finansielle og ikke-finansielle enheder. De er ikke homogene, og deres struktur og risikokarakteristika varierer fra land til land[47].

3.1. Pengemarkedsforeninger og gældsværdipapirer udstedt eller garanteret af EU-medlemsstater

I henhold til artikel 46, stk. 2, litra b) og c), i forordningen om pengemarkedsforeninger skal Kommissionen vurdere den rolle, som pengemarkedsforeninger spiller ved køb af gældsværdipapirer udstedt eller garanteret af medlemsstaterne, og tage hensyn til de særlige kendetegn ved sådanne gældsværdipapirer og den rolle, de spiller for medlemsstaternes finansieringsmuligheder.

På grund af den forholdsvis lave likviditet og lange løbetider for gældsinstrumenter, der er udstedt eller garanteret af EU-medlemsstaterne, investerer EU-pengemarkedsforeninger ikke væsentligt i sådanne værdipapirer. I stedet er størstedelen af EU's pengemarkedsforeningers offentlige gældseksponering rettet mod stater uden for EU (119 mia. EUR ved udgangen af 2021, 74 % af det samlede statsengagement). Især den amerikanske statsgæld udgør næsten hele beholdningen af statsgæld for CNAV'er (88 mia. EUR ved udgangen af 2021). For LVNAV'er udgjorde offentlig gæld i EU 36 % af deres eksponering for statsobligationer ved udgangen af 2021, mens britiske og amerikanske statsobligationer tegnede sig for ca. 60 %. I modsætning til andre typer pengemarkedsforeninger er størstedelen af den offentlige gældsbeholdning i VNAV'er EU-instrumenter, som tegnede sig for mere end 75 % af deres offentlige gældseksponering ved udgangen af 2021[48]. VNAV'er har dog generelt en lavere andel af offentlig gæld end andre typer pengemarkedsforeninger (kun 7 % af deres aktiver).

I henhold til forordningen om pengemarkedsforeninger kan offentlig gæld med en længere restløbetid[49] stadig tælle med op til 17,5 procentpoint af de 30 % af de krævede aktiver med udløb inden for en uge for LVNAV'er eller statsgældsbaserede CNAV'er. Respondenterne i høringen anfører, at loftet på 17,5 % ikke synes at være i overensstemmelse med behandlingen af statsgæld i andre lovgivningsmæssige rammer (afsnit 3.2). Forordningen om

47 FSB, 11. oktober 2021,Politikforslag til styrkelse af pengemarkedsforeningers modstandsdygtighed.

48 ESMA, den 8. februar 2023: "EU MMF market 2023".

49 Så længe de er meget likvide og kan indløses og afvikles inden for en arbejdsdag, kan sådanne aktiver medregnes i aktiver med udløb inden for en uge med en restløbetid på op til 190 dage.

pengemarkedsforeninger giver imidlertid pengemarkedsforeninger mulighed for at investere op til 100 % af deres aktiver i statsgæld, og begrænsningerne fokuserer udelukkende på likviditetsbuffere for LVNAV'er og statsgældsbaserede CNAV'er på grund af disse aktivers længere løbetid og højere volatilitet sammenlignet med aktiver med udløb inden for en uge. Respondenterne i høringen anfører også, at mange investorer bruger statsgældsbaserede CNAV'er på grund af manglende vilje eller manglende evne til at investere i kreditporteføljer. Dette skyldes ofte specifikke sikkerhedsstillelser, kapitalkrav eller lovmæssige krav, f.eks. krav om, at der kun skal stilles sikkerhed for kontantpositioner for offentlig gæld, eller lovgivningsmæssige krav såsom likvide aktiver af høj kvalitet. Andre investorer anfører, at selv om investeringer i statsgældsbaserede CNAV'er foretages med henblik på diversificering, er disse markeder ikke store nok til at opfylde nogle investorers likviditetsstyringsbehov.

3.2. Ensartede definitioner af høj og særdeles høj likviditet og høj og særdeles høj kreditkvalitet af overdragelige aktiver

I henhold til artikel 46, stk. 2, litra d), i forordningen om pengemarkedsforeninger skal Kommissionen tage hensyn til indholdet af den rapport, der er omhandlet i artikel 509, stk. 3, i forordning (EU) nr. 575/2013.

Ved artikel 509, stk. 3, i forordning (EU) nr. 575/2013 fik EBA til opgave at aflægge rapport til Kommissionen om passende ensartede definitioner af høj og særdeles høj likviditet og høj og særdeles høj kreditkvalitet i forbindelse med overdragelige aktiver. Bankerne investerer i disse aktiver for at overholde de lovgivningsmæssige likviditetskrav i henhold til de regler, der er fastlagt af Baselkomitéen for Banktilsyn.

EBA udsendte denne rapport den 20. december 2013[50] og anbefalede, at dens empiriske konklusioner suppleres med en kvalitativ vurdering/ekspertvurdering, der også bygger på tilsynsrådgivning. På grundlag af den empiriske analyse af en lang række finansielle aktiver, der handles i EU, skelnede EBA mellem aktiver af høj likviditet og kvalitet og aktiver af særdeles høj likviditet og kvalitet. I overensstemmelse med internationale standarder anbefalede EBA at betragte alle obligationer, der er udstedt eller garanteret af stater i Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde og centralbanker i den nationale valuta, samt obligationer, der er udstedt eller garanteret af overnationale institutioner, som overdragelige aktiver af særdeles høj likviditet og kreditkvalitet.

Likviditetsrisikostyring for kapitalforvaltere omfatter en række sikkerhedsforanstaltninger: forskudte løbetider, navnlig for mindre likvide aktiver, daglige og ugentlige likviditetsundergrupper afhængigt af løbetiden for aktiverne i porteføljen, regler om aktivernes kreditkvalitet, viden om pengemarkedsforeningens investorgrundlag og regler om aktivernes adfærd og likviditet og deres korrelation. Siden 2017 er der blevet lagt større vægt på at styrke styringen af likviditetsrisikoen, bl.a. ved at arbejde med stresstest, gennemsigtighed og tilsyn af pengemarkedsforeninger, definitionen af likvide aktiver og aktivernes egnethed til likviditetskrav.

I henhold til EU's regler for forvaltning af aktiver kan et aktivs likviditet ikke automatisk formodes, og der skal foretages en passende likviditetstest. Med henblik herpå skal kapitalforvaltere indføre en passende risikostyringsproces, som systematisk gennemgås og tilpasses deres investeringsstrategier og typen af investorer ("kend din kunde"-politik).

[50] Workstream 5 (WS 5): Report on the LCR pursuant to Art 481 (1) CRR (europa.eu).

Likviditeten og kreditkvaliteten måles fra sag til sag på niveauet for de finansielle instrumenter og den samlede portefølje.

Selv om nogle aktiver kan anses for at have stor eller ekstremt stor likviditet i henhold til EU's bankramme, er dette derfor ikke nødvendigvis tilfældet i forbindelse med pengemarkedsforeninger, og det vil være nødvendigt med en analyse fra sag til sag for at fastslå likviditeten og kreditkvaliteten af en forenings aktiver.

3.3. Virkningen af forordningen om pengemarkedsforeninger på de kortfristede finansieringsmarkeder

I henhold til artikel 46, stk. 2, litra e), i forordningen om pengemarkedsforeninger skal Kommissionen tage hensyn til denne forordnings indvirkning på de kortfristede finansieringsmarkeder.

Pengemarkedsforeninger er en del af det bredere økosystem for kortfristet finansiering. Uroen i marts 2020 afslørede visse strukturelle sårbarheder, datamangler og lovgivningsmæssige usikkerheder på de europæiske markeder for kortfristet finansiering. Selv om disse ligger uden for anvendelsesområdet for forordningen om pengemarkedsforeninger, er de fortsat vigtige for, at pengemarkedsforeninger i EU kan fungere tilfredsstillende.

Markedet for kortfristet finansiering er et formidlet marked for unoterede forhandlere. Der er tegn på, at dette marked for kortfristet finansiering er fragmenteret og uigennemsigtigt[51]. Relevante oplysninger er spredt over flere markedspladser, og ingen af disse er i stand til at give et samlet billede af markedet på grund af delvis indberetning, uklart handlingsomfang, inkonsekvente terminologier osv.

Undersøgelsen viser også, at aktiviteten på det sekundære marked (bud, udbud, pris, mængder osv.) er næsten fuldstændig uigennemsigtig. Dette vanskeliggør prisfastsættelse, skaber ineffektivitet på disse markeder og gør det vanskeligt for pengemarkedsforeninger at overvåge risici i en stresssituation på passende vis. Det forhindrer også tilsynsmyndighederne i at foretage en nøjagtig vurdering af den strukturelle markedslikviditet. Øget gennemsigtighed kan bidrage til at gøre markederne for kortfristet finansiering mere dynamiske og mere modstandsdygtige og dermed også mindske den risiko, der er forbundet med pengemarkedsforeninger i tilfælde af alvorlig stress.

De fleste respondenter i høringen, herunder respondenter og tilsynsmyndigheder i den finansielle sektor, pegede på behovet for at øge gennemsigtigheden og hjælpe med at fastsætte priser på de kortfristede værdipapirmarkeder ved at kræve flere oplysninger om, hvad der handles, og om udestående beløb.

I betragtning af dette markeds lavere likviditet og uigennemsigtighed er der desuden en risiko for, at et markedspres kan overføres til andre pengemarkedsforeninger i det, der kaldes en afsmitningsdynamik. For at imødekomme indløsningskrav skal pengemarkedsforeninger investere i tilstrækkeligt likvide aktiver. Sådanne likvide instrumenter omfatter reverse repos (ofte dag-til-dag), statsgældsbeviser og bankindskud. Andre instrumenter (indlånsbeviser,

[51] Darpeix, P., marts 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.

commercial papers) kan ikke altid sælges hurtigt (da de normalt besiddes indtil udløb, og de sekundære markeder ikke er tilstrækkeligt dybe, hvilket øger prispåvirkningen, hvis de sælges), men de har en meget kort løbetid. Hvis der opstår et stormløb, vil pengemarkedsforeningerne først anvende provenuet fra aktiver, der forfalder, eller afslutte deres reverse repo-transaktioner for at opfylde indløsningskrav. Hvis stormløbet fortsætter, vil pengemarkedsforeningerne sælge deres likvide aktiver uden at investere yderligere i kortfristede instrumenter, hvilket vil føre til en pludselig svækkelse af virksomheders finansieringskilder.

I princippet ville denne afsmittende dynamik blive undgået, hvis pengemarkedsforeningerne kunne investere deres kontanter i instrumenter, hvor en hurtig tilbagetrækning ikke ville have afsmittende virkninger på markedet. Et instrument, der opfylder dette krav, vil være et indskud i selve centralbanken. Et casestudie af en sådan ordning findes i USA, hvor pengemarkedsforeninger kan placere deres overskydende likvide midler i den amerikanske Federal Reserves dag-til-dag reservefacilitet (ON RRP). Ud over at forhindre afsmitningsdynamikken i situationer med likviditetsproblemer giver denne facilitet også den amerikanske pengemarkedsforeningssektor en fordel i forhold til EU's pengemarkedsforeninger med hensyn til fleksibilitet i forvaltningen af deres indgående pengestrømme[52]. Dette kom til udtryk ved bankkrisen, der blev udløst af Silicon Valley Banks sammenbrud, som førte til en stigning i tilstrømningen til amerikanske pengemarkedsforeninger, hvilket førte til en efterfølgende stigning i anvendelsen af Federal Reserves facilitet i de sidste uger af marts 2023. I marts 2023 havde pengemarkedsforeninger og andre støtteberettigede deltagere mere end 2,3 billioner USD i denne facilitet[53].

3.4. Udviklingen i reglerne på internationalt niveau

I henhold til artikel 46, stk. 2, litra f), i forordningen om pengemarkedsforeninger skal Kommissionen tage hensyn til udviklingen i reglerne på internationalt niveau.

Pandemirelaterede begivenheder udløste et stærkt pres for yderligere at styrke de lovgivningsmæssige rammer for pengemarkedsforeninger. Dette har resulteret i flere forslag fra ESMA, ESRB og FSB om at reformere de lovgivningsmæssige rammer for pengemarkedsforeninger, begrænse systemiske risici og sikre, at pengemarkedsforeningssektoren kan modstå potentielt fremtidigt likviditets- eller markedsstress. De politiske løsningsmodeller, der foreslås af de forskellige myndigheder og institutioner, kan grupperes som følger: 1) mindske risikoen for stormløb (navnlig ved at fjerne visse pengemarkedsforeningers indlånslignende karakteristika), 2) styrke pengemarkedsforeningernes likviditet og deres evne til at absorbere tab og 3) foranstaltninger til at forberede sig på fremtidige kriser. Disse forslag er anført i tabel 2 og nærmere beskrevet nedenfor.

Tabel 2 — De vigtigste politikforslag

Politiske målsætninger	Forslag til politik	1) ESMA	2) ESRB	3) FSB
Mindske risikoen for stormløb	Fjernelse af muligheden for at anvende amortiseret kostpris for LVNAV'er	Ja	Ja	Ja

[52] Beslutningen om at åbne en sådan likviditetsfacilitet for pengemarkedsforeninger ligger imidlertid uden for Kommissionens beføjelser og henhører under ECB's kompetenceområde.

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

	Afkobling af aktiveringen af likviditetsstyringsværktøjer fra de lovbestemte tærskler for LVNAV'er og CNAV'er	Ja	Ja	Ja
	Pålægge indløsende investorer omkostningerne ved deres indløsning		Ja	Ja
Styrkelse af pengemarkedsforeningers likviditet og deres evne til at mindske tab	Regler for anvendelse af likviditetsstyringsværktøjer	Ja	Ja	Ja
	Ændringer i den daglige og ugentlige likviditetsgrad	Ja	Ja	
	Indføre minimumsandel af investeringer i offentlig gæld	Frivillig beholdning	Ja	
	Øge anvendeligheden af likviditetsbeholdningerne i stresssituationer	Ja	Ja	
	Indføre minimum for risikobehæftet beløb			Ja
	Kapitalbuffer			Ja
Andre foranstaltninger	Styrke rammerne for stresstest	Ja	Ja	
	Ekstern støtte (indarbejdelse af ESMA-erklæringen i lovgivningen)	Ja		
	Regler om offentliggørelse af pengemarkedsforeningers kreditvurderinger	Ja		
	Mere avancerede rapporteringskrav	Ja	Ja	

- ESMA's udtalelse om reform af forordningen om pengemarkedsforeninger, 14. februar 2022.
- ESRB's anbefaling om reform af pengemarkedsforeninger, 25. januar 2022.
- FSB's anbefalinger til G20 om reformer af pengemarkedsforeninger, 11. oktober 2021 (Politikforslag til forbedring af pengemarkedsforeningers modstandsdygtighed).
- US Securities and Exchange Commission (SEC), udkast til ændringer af reglerne for pengemarkedsforeninger, 15. december 2021 (reformer af pengemarkedsforeninger) med henblik på offentlige høringer.
- Financial Conduct Authority (FCA) og Bank of England tilsluttede sig debatoplægget om pengemarkedsforeninger, maj 2022 (Pengemarkedsforeningers modstandsdygtighed), til høring frem til den 23. juli 2022.

(*) forslag om at kræve en minimumsbeholdning af højlikvide aktiver, herunder offentlig gæld og maksimal besiddelse af aktiver med lavere likviditet i stressede markeder (f.eks. 40 % i indlånsbeviser fra den private sektor og commercial papers).
(**) Bank of England og Financial Conduct Authority overvejer at iværksætte en høring om fjernelsen af den stabile nettoaktivværdi fra LVNAV'er. LVNAV'er ville have de samme regler som VNAV'er med kort løbetid. De overvejer også at begrænse størrelsen af markedet for statsgældsbaserede CNAV'er.

3.4.1. Mindskelse af risikoen for stormløb

Internationale organisationer og tilsynsorganer såsom ESRB og ESMA har anbefalet, at LVNAV'er bliver variable nettoaktivværdifonde som i USA[54]. En sådan ændring ville sigte mod at mindske risikoen for stormløb som følge af tærskeleffekter ved at begrænse investorernes muligheder for at indløse fra pengemarkedsforeningen til faste priser, som i perioder med markedsstress ikke nødvendigvis afspejler de aktuelle markedsværdiansættelser af underliggende aktiver. Med henblik herpå foreslår de at forbyde anvendelsen af

[54] US Securities and Exchange Commission (US SEC) tog dette skridt i 2016. SEC-reformen krævede, at alle institutionelle primære pengemarkedsforeninger (dvs. ikke-statslige pengemarkedsforeninger, der anvendes af institutionelle investorer) skulle konverteres til variabel nettoaktivværdi. Resultatet af denne reform er, at de aktiver, der var investeret i disse amerikanske pengemarkedsforeninger, faldt betydeligt i årene op til gennemførelsen af disse reformer til fordel for de amerikanske statspengemarkedsforeninger (som har en stabil nettoaktivværdi).

regnskabsføring til amortiseret kostpris og den dertil knyttede afrunding med to decimaler, som gør det muligt for LVNAV'er at tilbyde en stabil indløsningspris.

Denne løsningsmodel vil imidlertid indebære en radikal ændring af markedet for pengemarkedsforeninger i EU og navnlig, at markedet for LVNAV'er forsvinder. Skiftet fra en stabil til en variabel nettoaktivværdi ville fjerne de indskudslignende egenskaber ved disse produkter, som er et af de vigtigste formål, som investorerne nævner for at anvende disse pengemarkedsforeninger. Flertallet af respondenterne i høringen var temmelig kritiske over for fjernelsen af LVNAV'er. De fleste respondenter så en risiko for, at nogle investorer i dette tilfælde ville forlade markedet for pengemarkedsforeninger. Den begrænsede tilgængelighed af økonomisk bæredygtige alternativer og erstatninger for LVNAV'er kan få investorerne til at gå over til mindre regulerede produkter.

Alternativt kunne nuværende investorer i LVNAV'er investere i statsgældsbaserede CNAV'er (i øjeblikket 11 % af markedet), i pengemarkedsforeninger med variabel nettoaktivværdi (navnlig kortfristede VNAV'er) eller direkte på det kortfristede marked. Svarene på høringen af interessenter viser imidlertid, at segmentet for statsgældsbaserede CNAV'er er for lille til at imødekomme investorernes likviditetsbehov, og at det ikke opfylder deres likviditetskrav. Desuden anfører respondenterne, at en afskaffelse af LVNAV'er ville føre til øget konkurrence om offentlige aktiver, der anvendes af banker som likvide aktiver af høj kvalitet samt af mange andre investorer til likviditetsstyringsformål.

Nogle respondenter anfører, at kortfristede VNAV'er kan være et alternativ, men peger på usikkerhed med hensyn til deres regnskabsmæssige behandling som "likvide midler" i forskellige jurisdiktioner. Desuden vil sådanne ændringer også have skattemæssige konsekvenser. De fleste respondenter i høringen anfører, at de ville anvende bankindskud som alternative instrumenter, hvis LVNAV'er ikke længere var tilgængelige, selv om bankindskud ville medføre en stigning i modpartskreditrisikoen og i væsentlig grad reducere risikospredningen sammenlignet med de diversificerede porteføljer, der udbydes af pengemarkedsforeninger.

Samlet set satte respondenterne i høringen pris på nytteværdien af LVNAV'er og især på den praktiske brugervenlighed for investorerne på grund af evnen til at afrunde kapitalandelskursen inden for grænsen på 20 basispoint. Hvis der ikke længere var LVNAV'er til rådighed, frygtede respondenterne, at der ville mangle alternative investeringsmuligheder og muligheder for risikospredning. LVNAV'ers modstandsdygtighed under uroen i marts 2020 bør også tages i betragtning, da ingen LVNAV'er aktiverede likviditetsstyringsværktøjer eller konverterede til VNAV'er i denne periode.

3.4.2. Styrkelse af pengemarkedsforeningers likviditet og deres evne til at absorbere tab

Tilsyns- og kontrolorganer har foreslået en række politiske løsningsmodeller med henblik på yderligere at styrke pengemarkedsforeningers evne til at håndtere høje indløsningskrav og beskytte offentlighedens interesser og den finansielle stabilitet.

Selv om forbindelsen mellem brugen af likviditetsstyringsværktøjer og likviditetsniveauer ikke er automatisk i forordningen om pengemarkedsforeninger, kan en overtrædelse af minimumsbeholdninger af aktiver med udløb inden for en uge på 30 % potentielt udløse pålæggelse af indløsningsgates eller -gebyrer. Dette synes at have tvunget fondsforvalterne til ikke at anvende deres beholdninger af aktiver med udløb inden for en uge til at finansiere

øgede indløsningskrav i marts 2020, idet de frygtede, at en overskridelse af minimumsniveauet for beholdninger af aktiver med udløb inden for en uge ville medføre yderligere indløsningskrav, fordi investorerne forventede indførelse af likviditetsstyringsværktøjer. En fuldstændig afkobling af den potentielle anvendelse af likviditetsstyringsværktøjer fra overskridelser af minimumslikviditetsbeholdninger kan således øge fondsforvalternes mulighed for at finansiere øgede indløsninger i stressperioder. Dette forslag har indtil videre fået den største støtte blandt interessenterne.

Forslaget om at lempe de eksisterende grænser for belånbare offentlige aktiver som en del af likviditetsundergrupperne støttes kraftigt af ECB, som ønsker, at investeringer i disse aktiver gøres obligatoriske. Interessenternes synspunkter er delte med hensyn til den bindende karakter og omfanget af investeringer i sådanne aktiver. Dette hænger sammen med sådanne investeringers variable indvirkning på pengemarkedsforeningernes rentabilitet og tilgængeligheden af belånbar offentlig gæld. Interessenterne giver også udtryk for visse betænkeligheder med hensyn til at flytte likviditetsrisikoen til det statslige marked. Selv om offentlig gæld kan tjene som et afgørende redskab til at forvalte pengemarkedsforeningers likviditet, har den nylige britiske krise vist, at den ikke er immun over for episoder med prisvolatilitet. Desuden er der risiko for, at en forhøjelse af de eksisterende grænser for belånbare offentlige aktiver vil føre til, at pengemarkedsforeningers investeringer bliver alt for koncentrerede i disse værdipapirer, selvom diversificeringen af investeringer i forskellige aktivklasser er en vigtig sikkerhedsforanstaltning.

Mere generelt er forslagene om at øge minimumsbeholdningerne af likvide aktiver, selv om de ikke i det væsentlige er kontroversielle, vanskelige at gennemføre og kan have utilsigtede konsekvenser. Selv om reglerne om likviditetsdækningsgrad giver en definition af likvide aktiver af høj kvalitet, er det i kapitalforvaltningssektoren vanskeligt at definere likvide aktiver (f.eks. kan statsobligationer også blive udsat for stressede markedsvilkår). Desuden forvalter forvaltere af pengemarkedsforeninger likviditet med en holistisk tilgang, der omfatter forskudte løbetider, brug af reverse repo-transaktioner og kendetegnene ved deres investorgrundlag (herunder investorkoncentration). Desuden vil yderligere hårde tærskler indføre stivhed i gennemførelsen af kapitalforvalternes politikker for likviditetsrisikostyring, herunder stresstest, med potentielle utilsigtede virkninger.

På baggrund af pengemarkedsforeningernes rolle og funktion er der delte meninger blandt interessenterne om den faktiske virkning af anbefalingerne om at give fondsforvaltere mulighed for at flytte indløsningsomkostningerne til investorerne (ved at indføre forskellige former for prisbaserede likviditetsstyringsværktøjer, også kendt som "swing pricing"), som anbefalet af FSB og ESRB og foreslået af US Securities and Exchange Commission. I overensstemmelse med FSB's og ESRB's anbefalinger har forslaget om at revidere direktiverne om forvaltere af alternative investeringsfonde (AIFMD) og UCITS til formål at udvide viften af likviditetsstyringsværktøjer for fonde i EU og harmonisere den måde, hvorpå de anvendes. EU-pengemarkedsforeninger vil drage fordel af revisionen af AIFMD-direktivet/UCITS-direktivet, hvorved kapitalforvaltere vil få mulighed for at vælge de mest hensigtsmæssige likviditetsstyringsværktøjer fra en særlig liste.

FSB har fremsat forslag om at øge pengemarkedsforeningers tabsabsorberingskapacitet, bl.a. ved at indføre begrænsninger for de kapitalandele, der kan indløses med det samme (dette kaldes "minimum for risikobehæftet beløb"), og ved at kræve, at pengemarkedsforeninger opretholder kapitalbuffere, f.eks. uden for pengemarkedsforeningen, på en spærret konto, der finansieres af fondsforvaltere. Disse typer løsninger vil mindske fordelen ved at være "first mover" for investorer, da de vil mindske risikoen for tab for de resterende investorer. Sådanne

løsninger er imidlertid enten uafprøvede og betinget af betydelige operationelle justeringer (for "minimum for risikobehæftet beløb"), eller de ville gøre det dyrere at drive pengemarkedsforeninger og dermed sandsynligvis føre til lukning af visse fonde (for kapitalbuffere) og lavere afkast for investorerne.

3.4.3. Andre foranstaltninger

ESMA og FSB har også foreslået en række yderligere foranstaltninger, som ikke er direkte knyttet til pengemarkedsforeningers aktiviteter, og som fortjener yderligere vurdering. Disse vedrører hovedsagelig rapportering og stresstest. På samme måde kunne andre forslag fra interessenter, såsom styrkelse af tilsynet, vurderes yderligere.

3.5. Muligheden for at fastsætte en EU-kvote for offentlig gæld på mindst 80 %

I henhold til artikel 46, stk. 2, i forordningen om pengemarkedsforeninger skal Kommissionen vurdere muligheden for at fastsætte en kvote på 80 % for offentlig gæld i EU.

I denne rapport tages der hensyn til tilgængeligheden af kortfristede offentlige gældsinstrumenter i EU, og det vurderes, om LVNAV'er kan være et passende alternativ til statsgældsbaserede CNAV'er rettet mod instrumenter i andre valutaer.

I betragtning 56 i forordningen om pengemarkedsforeninger anføres det, at en sådan kvote kan være "berettiget ud fra et tilsynsmæssigt synspunkt", eftersom "udstedelsen af kortfristede offentlige gældsinstrumenter i EU er reguleret af EU-retten". Der er imidlertid to store vanskeligheder, der gør en sådan kvote umulig i praksis.

Den første vanskelighed er misforholdet mellem på den ene side de statsgældsbaserede CNAV'er, der i øjeblikket findes i EU (som for det meste er denomineret i USD eller GBP, og hvor der kun findes en forholdsvis lille CNAV denomineret i euro[55]), og på den anden side denomineringen af offentlig gæld i EU. Data fra Darpeix[56] viser, at langt størstedelen (ca. 90 %) af kortfristede gældsinstrumenter udstedt af EU-landene (uanset om de tilhører euroområdet eller ej) er denomineret i euro, idet kun ca. 5 % er denomineret i USD. Misforholdet mellem foreningernes egne denominationer og de tilgængelige offentlige gældsinstrumenter indebærer, at EU-statsgældsbaserede CNAV'er hovedsagelig investerer i instrumenter udstedt af USA og Det Forenede Kongerige[57].

Resultaterne af den offentlige høring viser, at selv med indførelsen af en EU-kvote for offentlig gæld vil investorer i USD- og GBP-denominerede CNAV'er sandsynligvis ikke skifte til EUR-denominerede statsgældsbaserede pengemarkedsforeninger af to hovedårsager.

- For det første fordi kunderne primært tager hensyn til stats- og valutarisikoaspekter samlet. F.eks. ønsker kunder, der investerer i pengemarkedsforeninger denomineret i USD, at være eksponeret for amerikansk gæld og valuta frem for EU-gæld og -valuta.

---

55 Baseret på ESMA-data af 8. februar 2023: "EU MMF market 2023.

56 Darpeix, P., marts 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.

57 Af forskellige årsager blander pengemarkedsforeninger normalt ikke valutaer. Selv om de til en vis grad kunne gøre dette ved at afdække valutarisikoeksponeringer via valutaderivater, ville det blive for dyrt på substansbasis.

Dette hænger også tæt sammen med pengemarkedsforeningernes økonomiske funktion som likviditetsbeholdning i en given valuta.

- Og for det andet, fordi der er risici forbundet med lav diversificering og forholdsvis lav likviditet i EUR-denomineret kortfristet offentlig gæld. Tilbagemeldinger fra interessenter viser, at pengemarkedsforeninger foretrækker at investere i aktiver med en løbetid på under tre måneder, hvilket er vanskeligt at opnå med det nuværende marked for offentlig gæld i euro.

Den anden vanskelighed er, at en sådan kvote kan have negative konsekvenser for den finansielle stabilitet. Bankerne har brug for eksponering for offentlig gæld for at opfylde Basel II-likviditetskravene. En kvote på mindst 80 % af den offentlige gæld i EU ville betyde, at pengemarkedsforeninger ville fokusere på de samme instrumenter som banker. Som følge heraf ville der være en lang række investorer, der investerer i samme aktivklasse, hvilket ville øge risikoen for afsmitning og finansiel ustabilitet i krisesituationer som følge af fælles underliggende eksponeringer, der forstærker et feedback-kredsløb mellem finansiel risiko og statslig risiko.

I lyset af ovenstående analyse er fordelene ved at fastsætte en EU-kvote for offentlig gæld på mindst 80 % for EU-pengemarkedsforeninger fortsat tvivlsomme. Selv uden indførelse af en kvote kan der imidlertid komme flere eurofokuserede statsgældsbaserede CNAV'er på markedet efter den seneste stigning i rentesatserne i euroområdet, hvilket kan bidrage til at placere mere kortfristet statsgæld i euro hos statsgældsbaserede CNAV'er i EU.

4. KONKLUSIONER

Denne rapport opfylder det retlige krav i henhold til artikel 46, stk. 1, og artikel 46, stk. 2, i forordningen om pengemarkedsforeninger til Kommissionen om at forelægge en rapport for Europa-Parlamentet og Rådet, der gennemgår tilstrækkeligheden af forordningen om pengemarkedsforeninger ud fra et tilsynsmæssigt og økonomisk synspunkt.

Rapporten viser, at forordningen om pengemarkedsforeninger med succes bestod den test af likviditetsstress, som pengemarkedsforeninger oplevede under den covid-19-relaterede uro på markedet i marts 2020, de seneste rentestigninger og den dermed forbundne prisjustering af finansielle aktiver. Ingen pengemarkedsforeninger med hjemsted i EU var nødt til at indføre indløsningsgebyrer eller -gates eller suspendere indløsningerne under disse stressbegivenheder. På samme måde modstod pengemarkedsforeninger i EU med fokus på GBP-aktiver det indløsningspres, der var forbundet med stress på statsobligationsmarkedet i september 2022.

Disse erfaringer viser, at garantierne i forordningen om pengemarkedsforeninger har fungeret efter hensigten. Dette omfatter de sikkerhedsforanstaltninger, der blev udformet med henblik på at gøre det muligt for pengemarkedsforeninger med konstant nettoaktivværdi (CNAV'er og LVNAV'er) på visse betingelser fortsat at anvende metoden med opgørelse til amortiseret kostpris uden at skabe systemiske risici og skade investorerne.

Ved at indføre en særlig ordning har forordningen om pengemarkedsforeninger i betydelig grad styrket de lovgivningsmæssige rammer for pengemarkedsforeninger i EU, som tidligere havde været underlagt forskellige regler. Efter fem års anvendelse af forordningen om pengemarkedsforeninger identificerer denne rapport imidlertid mangler, som bør vurderes yderligere. Navnlig viser resultaterne af høringen af interessenter og den seneste markedsudvikling, at der kan være mulighed for yderligere at øge EU-pengemarkedsforeningernes modstandsdygtighed, navnlig ved at afkoble den potentielle

aktivering af likviditetsstyringsværktøjer fra lovgivningsmæssige likviditetstærskler. I denne rapport fremhæves desuden strukturelle problemer, der er eksterne i forhold til pengemarkedsforeninger, og dermed også til forordningen om pengemarkedsforeninger, herunder dem, der er forbundet med de underliggende kortfristede markeder. Disse strukturelle problemer fortjener en yderligere vurdering og er i øjeblikket også genstand for en mere dybtgående analyse på FSB-niveau.

Endelig vil EU-pengemarkedsforeninger drage fordel af den igangværende revision af FAIF- og UCITS-direktiverne[58], som har til formål at indføre nye harmoniserede regler for at øge tilgængeligheden af likviditetsstyringsværktøjer for åbne investeringsforeninger. Denne nye ramme for likviditetsstyringsværktøjer vil yderligere styrke modstandsdygtigheden i EU-pengemarkedsforeningers likviditetsstyring i tilfælde af stress.

[58] Som pengemarkedsforeninger, der opererer i EU, skal de være etableret og overholde enten AIFMD- eller UCITS-direktivet. Kommissionens forslag kan ses på: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Financial-services-review-of-EU-rules-on-alternative-investment-fund-managers_da.