COMISIA
EUROPEANĂ

Bruxelles, 20.7.2023
COM(2023) 452 final

RAPORT AL COMISIEI CĂTRE PARLAMENTUL EUROPEAN ȘI CONSILIU

privind caracterul adecvat al Regulamentului (UE) nr. 2017/1131 al Parlamentului European și al Consiliului privind fondurile de piață monetară dintr-o perspectivă prudențială și economică

CUPRINS

1. INTRODUCERE 3

1.1. Context 3

1.2. Temeiul juridic al raportului 4

1.3. Metodologia și procesul de consultare 4

2. SECTORUL FPM ÎN PREZENT 5

2.1. Principalele modificări introduse de Regulamentul privind FPM 5

2.2. Structura pieței în prezent 7

2.3. Evoluții recente ale pieței și învățăminte desprinse 11

3. CARACTERUL ADECVAT AL REGULAMENTULUI PRIVIND FPM DIN PUNCT DE VEDERE PRUDENȚIAL ȘI ECONOMIC 16

3.1. FPM-urile și instrumentele de datorie emise sau garantate de statele membre ale UE... 16

3.2. Definiții uniforme pentru nivelul ridicat și extrem de ridicat de lichiditate și de calitate a creditului în cazul activelor transferabile 17

3.3. Impactul Regulamentului privind FPM asupra piețelor de finanțare pe termen scurt 18

3.4. Evoluții în materie de reglementare la nivel internațional 19

3.4.1. Reducerea riscului de retrageri masive 20

3.4.2. Consolidarea lichidității FPM-urilor și a capacității acestora de a absorbi pierderile 22

3.4.3. Alte măsuri 23

3.5. Fezabilitatea instituirii unei cote minime a datoriei publice a UE de 80 % 23

4. CONCLUZII 24

ABREVIERI

DAFIA	Directiva privind administratorii fondurilor de investiții alternative
FPM cu VAN constantă	FPM cu valoarea activului net constantă
BCE	Banca Centrală Europeană
ESMA	Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe
CERS	Comitetul european pentru risc sistemic
EUR	Euro
CSF	Consiliul pentru Stabilitate Financiară
GBP	Liră sterlină
FPM cu VAN cu volatilitate scăzută	FPM cu valoarea activului net cu volatilitate scăzută
FPM	Fond de piață monetară
Regulamentul privind FPM	Regulamentul (UE) nr. 2017/1131 privind fondurile de piață monetară
VAN	Valoarea activului net
ANC	Autoritățile naționale competente
USD	Dolar SUA
OPCVM	Organisme de plasament colectiv în valori mobiliare
FPM cu VAN variabilă	FPM cu valoarea activului net variabilă
ASS	Active cu scadență săptămânală

1. INTRODUCERE

1.1. Context

Regulamentul (UE) 2017/1131 privind fondurile de piață monetară (Regulamentul privind FPM) a fost propus în urma crizei financiare mondiale, care a scos în evidență anumite deficiențe ale piețelor financiare și ale regimurilor lor de reglementare din întreaga lume. De la intrarea sa în vigoare în ianuarie 2019, regulamentul respectiv a consolidat în mod semnificativ regimul de reglementare a FPM-urilor în UE, în urma recomandărilor Consiliului pentru Stabilitate Financiară (CSF), ale Organizației Internaționale a Comisiilor de Valori Mobiliare (IOSCO)[1] și ale Comitetului european pentru risc sistemic (CERS).

Noul cadru de reglementare a fost pus la încercare de criza pieței legată de pandemia de COVID-19. Impactul acestei crize asupra FPM-urilor a variat de la o jurisdicție la alta, din cauza diferențelor structurale dintre piețele FPM (de exemplu, tipurile predominante de FPM-uri, profilurile investitorilor și investițiile-suport) și a diferențelor reziduale de la nivelul cadrului de reglementare a FPM-urilor. Principalele bănci centrale, cum ar fi Banca Centrală Europeană (BCE) și Rezervele Federale ale SUA, au luat diverse măsuri pentru a atenua efectele, inclusiv achiziționarea directă de efecte de comerț[2] pe piețele primare și secundare, creditarea băncilor pentru achiziționarea de active de la FPM-uri (Sistemul de Rezerve Federale) și extinderea garanțiilor eligibile pentru operațiunile de refinanțare la obligațiunile bancare negarantate (BCE). Aceste intervenții au îmbunătățit lichiditatea și încrederea în piețele datoriilor pe termen scurt, ceea ce a contribuit, totodată, la reducerea ritmului răscumpărărilor de la FPM-uri. Deși în martie 2020 și în alte perioade de criză a pieței au fost consemnate ieșiri substanțiale din anumite tipuri de FPM-uri, niciun FPM din UE nu a trebuit să introducă comisioane sau limite de răscumpărare[3] sau să suspende răscumpărările.

În urma crizei pieței provocate de pandemia de COVID-19, autoritățile prudențiale de la nivel mondial și european au început să lucreze la propuneri de politici menite să sporească reziliența FPM-urilor. În special, CSF[4], CERS[5] și Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA)[6] au propus diverse reforme pentru a se asigura că FPM-urile nu amplifică șocurile de lichiditate în perioade de criză. Una dintre aceste propuneri este de a elimina posibilitatea ca FPM-urile cu valoarea activului net cu volatilitate scăzută (VAN cu volatilitate scăzută) să utilizeze metoda costului amortizat. Totuși, aceasta ar putea reduce

---

1 Organizația Internațională a Comisiilor de Valori Mobiliare (IOSCO) a efectuat o evaluare colegială a punerii în aplicare a reformelor referitoare la FPM în diferite jurisdicții și a publicat, la 20 noiembrie 2020, o analiză tematică privind coerența punerii în aplicare a reformelor care vizează fondurile de piață monetară. Prezentul raport confirmă gradul ridicat de conformitate a obiectivelor de reglementare realizate cu recomandările sale inițiale.

2 Efect de comerț: „o promisiune negarantată de a plăti o anumită sumă la o dată de scadență declarată, emisă la purtător” (FMI, 2003). Efectele de comerț sunt emise în cea mai mare parte de societăți nefinanciare.

3 Comisioanele de răscumpărare ca instrument de gestionare a lichidităților, ce impune de obicei o taxă forfetară investitorilor care vând acțiuni ale unui fond (de regulă, într-o perioadă prestabilită). Limitele de răscumpărare reprezintă un instrument de gestionare a lichidităților menit să împiedice investitorii în fond să retragă o parte din capitalul lor pentru o anumită perioadă de timp.

4 CSF, 11 octombrie 2021, *Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience* (Propuneri de politici pentru sporirea rezilienței fondurilor de piață monetară).

5 CERS, 2 decembrie 2021, *Recommendation on reform of money market funds* (Recomandare privind reforma fondurilor de piață monetară).

6 ESMA, 14 februarie 2022, *ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation* (Avizul ESMA referitor la revizuirea Regulamentului privind fondurile de piață monetară).

eficacitatea FPM-urilor ca alternative de gestionare a lichidităților la depozitele bancare și ar limita opțiunile de gestionare a numerarului ale societăților[7].

1.2. Temeiul juridic al raportului

Prezentul raport este elaborat în conformitate cu articolul 46 alineatul (1) din Regulamentul privind FPM, care prevede obligația Comisiei de a evalua funcționarea Regulamentului privind FPM pe baza unei analize a normelor actuale din punct de vedere prudențial și economic și în urma consultărilor cu ESMA și, după caz, cu CERS și în conformitate cu articolul 6 alineatul (2), care precizează condițiile pe care trebuie să le ia în considerare prezentul raport. Articolul respectiv prevede, de asemenea, obligația Comisiei de a evalua dacă trebuie aduse modificări regimului aplicabil FPM-urilor cu valoarea activului net constantă (VAN constantă) pentru datoria publică și VAN-urilor cu volatilitate scăzută.

1.3. Metodologia și procesul de consultare

Prezentul raport se bazează pe o serie de studii efectuate de organisme europene și internaționale. Atât raportul CSF[8], cât și avizul ESMA[9] au beneficiat de feedbackul părților interesate. Aceste rapoarte, precum și recomandările CERS[10] conțin seturi ample de date și dovezi din partea autorităților de supraveghere. BCE a publicat o evaluare a eficacității cadrului de reglementare al UE din perspectiva stabilității financiare, pe baza comportamentului FPM-urilor în perioada crizei provocate de pandemia de COVID-19[11]. Acest raport are la bază și lucrări academice.

În perioada 12 aprilie – 20 mai 2022, Comisia a organizat o consultare a părților interesate pentru a colecta opiniile părților interesate referitoare la funcționarea Regulamentului privind FPM[12]. În total, 48 de respondenți au transmis o contribuție. Peste două treimi din respondenți au indicat că Regulamentul privind FPM și-a îndeplinit în mod eficace obiectivele-cheie în ceea ce privește asigurarea lichidității, creșterea protecției investitorilor, prevenirea riscului de contagiune și îmbunătățirea transparenței, a supravegherii și a stabilității financiare a pieței unice. Acești respondenți consideră că Regulamentul privind FPM a contribuit la integrarea piețelor de capital și a sporit reziliența FPM-urilor, în special prin normele sale privind calitatea creditului[13] și componența activelor[14]. Feedbackul primit de la părțile interesate arată, de asemenea, importanța asigurării consecvenței normelor la nivelul UE și a consolidării supravegherii. În plus, investitorii transfrontalieri sunt, totodată, de părere că Regulamentul privind FPM le oferă posibilitatea de a gestiona numerarul la nivel mondial

---

7 FPM-urile cu VAN constantă pentru datoria privată au caracteristici similare depozitelor, investesc în pasive emise de bănci și sunt utilizate de societățile nefinanciare ca instrument de administrare a lichidităților.

8 CSF, 11 octombrie 2021, *Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience* (Propuneri de politici pentru sporirea rezilienței fondurilor de piață monetară).

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 BCE, octombrie 2022, *Is the EU Money Market Fund Regulation fit for purpose? Lessons from the COVID-19 turmoil* (Este Regulamentul UE privind fondurile de piață monetară adecvat scopului? Învățăminte desprinse în urma crizei provocate de pandemia de COVID-19), *Working Paper Series*, nr. 2737.

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

13 Articolele 19 - 23 din Regulamentul (UE) 2017/1131 (Regulamentul privind FPM).

14 Articolele 8 - 18 din Regulamentul (UE) 2017/1131 (Regulamentul privind FPM).

printr-un proces standard, atât din punct de vedere contabil, cât și din punctul de vedere al gestionării riscurilor.

2. SECTORUL FPM ÎN PREZENT

2.1. Principalele modificări introduse de Regulamentul privind FPM

Înainte de introducerea Regulamentului privind FPM, majoritatea FPM-urilor din UE funcționau în temeiul normelor Directivei privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM)[15], al actelor de punere în aplicare și al orientărilor acesteia, precum și al codurilor de conduită aplicabile în sectorul respectiv. Franța, Irlanda și Luxemburg sunt principalele state în care FPM-urile din UE își au sediul. Luxemburg și Irlanda au dezvoltat un sector al FPM-urilor cu VAN constantă exprimată în monede străine, destinat investitorilor instituționali din afara UE.

Regulamentul privind FPM a introdus un regim de reglementare specific și mult mai dezvoltat pentru FPM-urile din UE. În special, acesta a vizat abordarea provocărilor legate de riscul de credit și de lichiditate, cu care s-au confruntat FPM-urile în timpul crizei din 2008. Prin armonizarea caracteristicilor esențiale ale produselor care constituiau un FPM, cadrul a stabilit, de asemenea, un nivel uniform de protecție a investitorilor prin norme privind gestionarea lichidităților și gestionarea riscului de lichiditate, inclusiv rezerve de lichiditate, active în care FPM-urile pot investi, diversificare, evaluare și evaluare internă a calității creditului. Totodată, respectivul regulament a sporit transparența față de investitori și supravegherea, inclusiv printr-o raportare cuprinzătoare către autoritățile naționale competente (ANC).

În plus, Regulamentul privind FPM interzice în mod explicit „sprijinul extern” pentru a evita riscul de contagiune între sectorul FPM și restul sectorului financiar. Politica „cunoaște-ți clientul” obligă administratorii tuturor tipurilor de FPM-uri să anticipeze efectul unor răscumpărări concomitente solicitate de mai mulți investitori. Toți administratorii trebuie să ajusteze nivelul real de lichiditate la nevoile specifice de numerar ale clienților lor în orice moment al ciclurilor lor contabile.

Regulamentul privind FPM a creat un nou tip de FPM, cu VAN cu volatilitate scăzută, pentru le a înlocui pe cele cu VAN constantă investite în alte datorii decât cea publică. La fel ca în cazul FPM-urilor cu VAN constantă pentru datoria publică, cele cu VAN cu volatilitate scăzută pot utiliza metoda costului amortizat pentru a oferi un preț de răscumpărare stabil, dar numai atât timp cât valoarea activelor suport nu se abate cu mai mult de 20 de puncte de bază de la valoarea de piață a activelor nete ale fondului[16]. Cele două valori sunt publicate zilnic. În

[15] Directiva 2009/65/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 13 iulie 2009 de coordonare a actelor cu putere de lege și a actelor administrative privind organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM).

[16] Caracteristica distinctivă a FPM-urilor cu VAN constantă pentru datoria publică și a FPM-urilor cu VAN cu volatilitate scăzută este rotunjirea VAN la a 2-a zecimală, ceea ce este însă posibil doar în cadrul coridorului de 20 de puncte de bază pentru FPM-urile cu VAN cu volatilitate scăzută (față de a 4-a zecimală pentru cele cu VAN variabilă). Rotunjirea înseamnă că investitorii nu trebuie să recunoască câștigurile și pierderile de capital nerealizate foarte mici din portofoliu atunci când răscumpără acțiuni.

cazul în care abaterea depășește 20 de puncte de bază, fondul cu VAN cu volatilitate scăzută trebuie să treacă de la o VAN constantă la o VAN variabilă[17].

Respectarea Regulamentului privind FPM a generat anumite costuri juridice și operaționale pentru administratorii de active, care au fost nevoiți să migreze fondurile existente în noul regim, să sporească transparența, să își îmbunătățească procesele de gestionare a riscurilor și să își monitorizeze îndeaproape investițiile și riscul de credit și de lichiditate aferent, toate acestea pentru a asigura conformitatea cu cerințele de lichiditate. Au existat, de asemenea, implicații în materie de costuri pentru distribuitorii, platformele și custozii terți. Investitorii FPM au avut nevoie de timp și de resurse suplimentare pentru a consolida politicile de investiții, controalele și supravegherea aferente cadrului, sistemelor de trezorerie și proceselor contabile și pentru a se asigura că auditori s-au acomodat cu noile structuri ale fondurilor FPM din perspectiva numerarului și a echivalenței în numerar. Cu toate acestea, rezultatele consultării nu au indicat costuri excesive și nu au evidențiat un potențial de simplificare considerabil.

În studiul său din octombrie 2020, intitulat *Market Insights*, Asociația europeană a administratorilor de fonduri și de active a constatat că cerințele stricte de reglementare introduse de Regulamentul privind FPM și costul crescut al respectării reglementărilor au condus la o scădere cu 16 % a numărului de FPM-uri care sunt organisme de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) în primul trimestru al anului 2019, întrucât o serie de administratori de active au ales să își închidă FPM-urile, în special FPM-urile mici sau le-au convertit în fonduri de obligațiuni pe termen scurt. În plus, anumite fonduri nu mai îndeplineau cerințele de reglementare mai stricte impuse în temeiul Regulamentului privind FPM și, prin urmare, nu au mai fost considerate FPM-uri. În pofida scăderii numărului de FPM-uri, FPM-urile europene au înregistrat intrări nete puternice în 2019 și 2020.

Tabelul 1: Principalele caracteristici ale FPM-urilor din UE și garanțiile pentru acestea

	FPM pe termen scurt			**FPM standard**
	VAN constantă		**Valoarea activului net variabilă (VAN variabilă)**	
Denumire	Valoarea activului net constantă pentru datoria publică (VAN constantă pentru datoria publică)[18]	Valoarea activului net cu volatilitate scăzută (VAN cu volatilitate scăzută)[19]	FPM pe termen scurt cu VAN variabilă[20]	FPM standard cu VAN variabilă[21]
Datorie publică	Minimum 99,5 % în datorie publică, acorduri reverse repo garantate cu datorie de	Permisă		

[17] Regulamentul privind FPM impune o serie de alte norme de portofoliu și de evaluare care vizează protecția investitorilor și stabilitatea pieței financiare.

[18] FPM cu valoarea activului net constantă pentru datoria publică, în conformitate cu articolul 2 alineatul (11) din Regulamentul privind FPM.

[19] FPM cu valoarea activului net cu volatilitate scăzută, în conformitate cu articolul 2 alineatul (12) din Regulamentul privind FPM.

[20] FPM cu VAN variabilă administrat ca FPM pe termen scurt, în conformitate cu articolul 2 alineatul (14) din Regulamentul privind FPM.

[21] FPM cu VAN variabilă administrat ca FPM standard, în conformitate cu articolul 2 alineatul (15) din Regulamentul privind FPM.

	stat și în numerar	
Scadența medie ponderată[22]	Max. 60 de zile	Max. 6 luni
Durata de viață medie ponderată[23]	Max. 120 de zile	Max. 12 luni
Scadența activelor	Max. 397 de zile	Max. 2 ani cu o revizuire la 397 de zile
Active cu scadență zilnică	Min. 10 %	Min. 7,5 %
Active cu scadență săptămânală	Min. 30 % (din care datoria publică este limitată la 17,5 %)	Min. 15 %

2.2. Structura pieței în prezent

Articolul 46 alineatul (2) litera (a) din Regulamentul privind FPM prevede obligația Comisiei de a analiza experiența acumulată cu ocazia aplicării prezentului regulament și impactul asupra investitorilor, asupra FPM-urilor și asupra administratorilor de FPM-uri din Uniune.

FPM-urile din zona euro dețineau active totale în valoare de aproximativ 1,5 mii de miliarde EUR la sfârșitul anului 2021, împărțite între FPM-uri cu VAN constantă pentru datoria publică (11 % din totalul activelor administrate), FPM-uri cu VAN cu volatilitate scăzută (46 %), FPM-uri pe termen scurt cu VAN variabilă (12 %) și FPM-uri standard cu VAN variabilă (31 %). FPM-urile din UE sunt denominate în principal în EUR (42 %), USD (31 %) și GBP (22 %) și sunt concentrate în câteva țări, în principal Irlanda, Luxemburg și Franța, reprezentând 42 %, 26 % și, respectiv, 25 % din totalul activelor administrate de FPM-urile din UE[24].

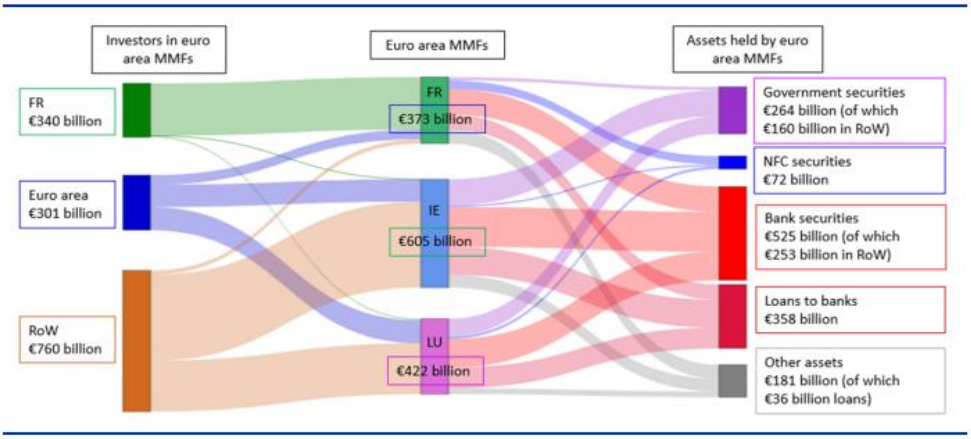
FPM-urile cu VAN constantă pentru datoria publică și FPM-urile cu VAN cu volatilitate scăzută sunt, în cea mai mare parte, denominate în USD și GBP și își au sediul în Irlanda și Luxemburg**.** FPM-urile denominate în euro sunt structurate în principal ca FPM-uri standard cu VAN variabilă și își au sediul în principal în Franța (192 de fonduri în decembrie 2021).

22 Astfel cum este definită la articolul 2 alineatul (19) din Regulamentul privind FPM.

23 Astfel cum este definită la articolul 2 alineatul (20) din Regulamentul privind FPM.

24 A se vedea, de asemenea, rapoartele ESMA și CERS.

Figura 1: Cine investește în FPM-urile din zona euro și în ce investesc apoi aceste FPM-uri?
Sursă: *Macro-prudential Bulletin*, BCE, aprilie 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.

Investitorii corporativi și instituționali dețin majoritatea acțiunilor/unităților FPM-urilor din zona euro, astfel cum se arată în figura 2[25]. Investitorii profesionali dețin 95 % din VAN pentru FPM-urile cu VAN constantă și 99 % din VAN pentru FPM-urile cu VAN cu volatilitate scăzută. În cazul FPM-urilor cu VAN variabilă, ponderea investitorilor de retail este ușor mai mare, situându-se la 13 % pentru FPM-urile pe termen scurt cu VAN variabilă și, respectiv, la 12 % pentru FPM-urile standard cu VAN variabilă[26].

Astfel cum se arată în figura 3, instituțiile financiare sunt principalii investitori în toate tipurile FPM-uri, reprezentând 59 % din VAN, în timp ce societățile nefinanciare reprezintă 19 % din VAN.

Investitorii din afara UE ocupă o poziție dominantă în Luxemburg și Irlanda, astfel cum se arată în figura 4. Investitorii din afara UE reprezintă peste 77 % din VAN pentru FPM-urile irlandeze și aproape 63 % pentru cele din Luxemburg. În cazul FPM-urilor irlandeze, aceștia sunt, în principal, investitori cu sediul în Regatul Unit (60 % din investitorii lor pe baza sumei deținute). Acest lucru reflectă importanța FPM-urilor denominate în monede din afara UE cu sediul în aceste state membre. În schimb, investitorii naționali francezi reprezintă aproape 76 % din VAN în Franța.

25 ESMA, 8 februarie 2023: *EU MMF market 2023* (Piața FPM din UE).

26 Acest lucru este determinat în mare măsură de FPM-urile cu sediul în Franța, pentru care ponderea investitorilor de retail reprezintă 12 % din VAN datorită prezenței sistemelor de economii destinate angajaților.

Figura 2: Investitori de retail comparativ cu investitori profesionali în FPM-uri (% din VAN totală)
Sursă: *ESMA Market Report 2023* (Raportul de piață al ESMA pentru 2023)

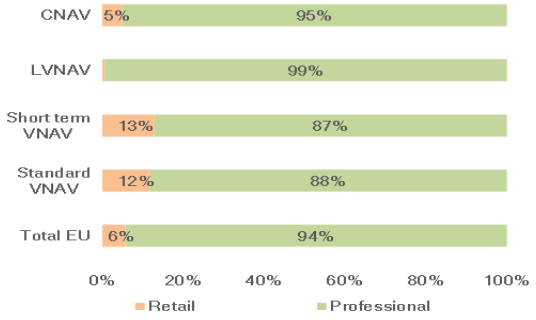


Figura 3: Tipuri de investitori FPM pe sectoare (% din VAN totală)
Sursă: Baza de date a Regulamentului privind FPM, ESMA

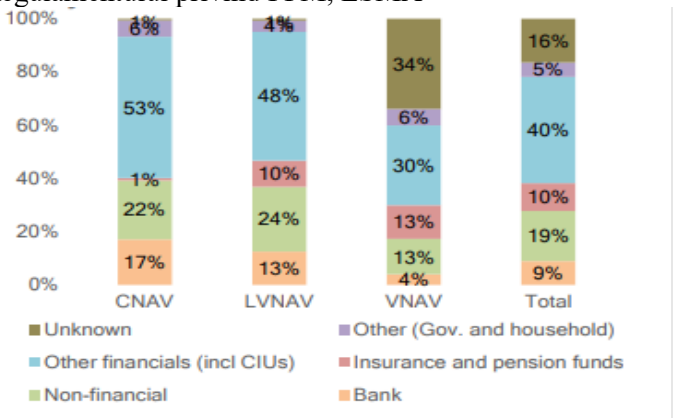
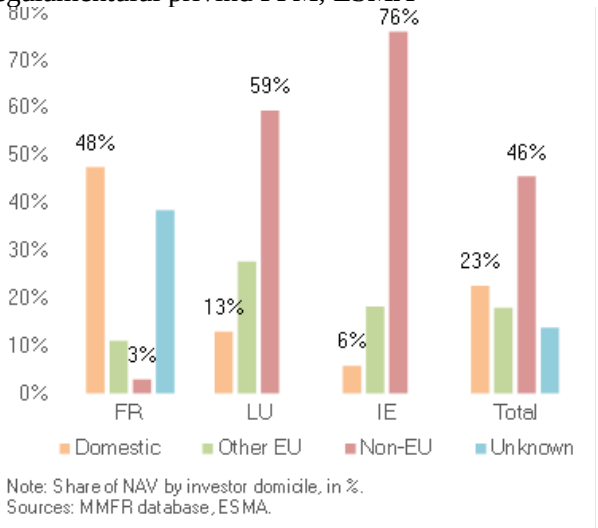


Figura 4: Ponderea VAN în funcție de domiciliul investitorului (în %)
Sursă: Baza de date a Regulamentului privind FPM, ESMA



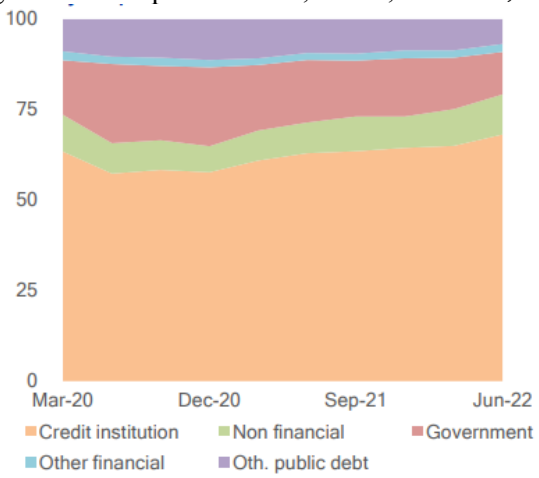
Discuțiile cu investitorii FPM și răspunsurile primite în urma consultării părților interesate evidențiază faptul că următoarele criterii sunt cele mai importante în alegerea investitorilor din perspectiva componentei investiționale: lichidități pe parcursul zilei/zilnice, conservarea capitalului și diversificarea. Alte caracteristici ale FPM-urilor din UE, cum ar fi calitatea portofoliului sau nivelul de rentabilitate, sunt, de asemenea, menționate de investitori ca fiind importante în alegerea de către aceștia a investiției. FPM-urile sunt utilizate în principal ca instrument de gestionare a numerarului.

Acțiunile FPM-urilor sunt considerate „*numerar și echivalente de numerar*” în conformitate cu standardul de contabilitate IAS7[27]. Acest lucru este valabil pentru FPM-urile cu VAN constantă și pentru cele cu VAN cu volatilitate scăzută, datorită valorii lor stabile și posibilității de a efectua răscumpărări pe parcursul zilei. În anumite jurisdicții, acest tratament contabil se aplică și în cazul FPM-urilor cu VAN variabilă. Răspunsurile la consultarea Comisiei arată că obligarea întreprinderilor la a investi în alte instrumente cu caracteristici diferite ar crea incertitudine în ceea ce privește tratamentul contabil al acestor produse ca „*numerar sau echivalente de numerar*” și ar limita, totodată, opțiunile întreprinderilor în materie de gestionare a numerarului, deoarece este posibil ca alte instrumente să nu ofere lichidități pe parcursul zilei.

FPM-urile cu VAN constantă pentru datoria publică trebuie să investească 99,5 % din activele lor în datoria publică, în acorduri reverse repo garantate cu datorie de stat și în numerar. FPM-urile cu VAN cu volatilitate scăzută și FPM-urile cu VAN variabilă investesc în principal în instrumente ale pieței monetare (67 % din totalul activelor lor), alături de depozite, acorduri repo și reverse repo și alte active pe termen scurt.

Astfel cum se arată în figura 5, FPM-urile din UE sunt expuse în principal sectorului financiar, inclusiv instituțiilor de credit, ale căror portofolii de titluri reprezintă peste 60 % din totalul instrumentelor pieței monetare deținute de FPM-urile din UE. Expunerile față de societăți nefinanciare rămân limitate (10 % din instrumentele pieței monetare) și sunt deținute în principal de FPM-uri cu VAN variabilă[28]. În total, FPM-urile din UE dețin între 50 % și 70 % din efectele de comerț financiare denominate în euro și din certificatele de depozit negociabile[29] (CSF, 2021).

Figura 5: Instrumentele pieței monetare deținute de FPM-uri sunt expuse în principal sectorului financiar (% din deținerile de instrumente ale pieței monetare)
Sursă: Baza de date a Regulamentului privind FPM, Eikon, ANC-uri, ESMA



Astfel cum se arată în figura 6, cea mai mare parte a expunerii la datoria publică a FPM-urilor din UE este față de entități suverane din afara UE (74 % din expunerea suverană la sfârșitul

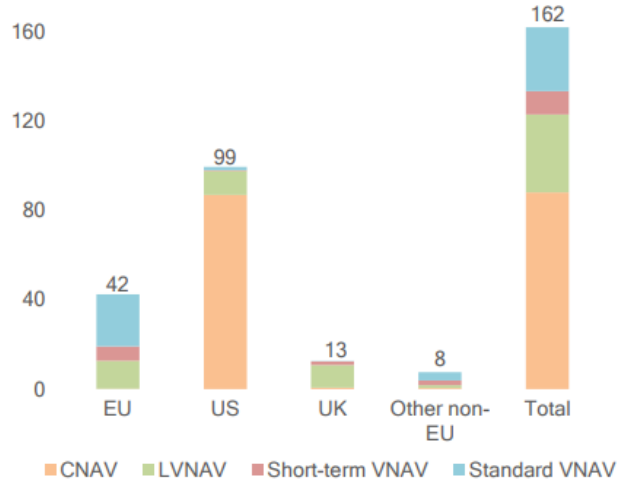
[27] Regulamentul (UE) nr. 1126/2008, Standardul Internațional de Contabilitate 7, punctul 6: „*Echivalentele de numerar sunt investiții financiare pe termen scurt foarte lichide, care sunt ușor convertibile în sume cunoscute de numerar și care sunt supuse unui risc nesemnificativ de schimbare a valorii.*”

[28] ESMA, 8 februarie 2023: *EU MMF market 2023* (Piața FPM din UE).

[29] Certificate de depozit: „un certificat emis de o bancă prin care se confirmă o depunere la banca respectivă pe o durată specificată, la o rată determinată a dobânzii” (FMI, 2003).

anului 2021). Expunerile respective sunt deținute în principal de către FPM-urile cu VAN constantă. Acestea din urmă și-au redus semnificativ deținerile de obligațiuni de stat de la 62 % din totalul activelor în iunie 2021 la 32 % în iunie 2022. În același timp, acestea și-au sporit expunerile pe piața repo, ca urmare a anticipării variației ratelor dobânzilor. Ponderea obligațiunilor de stat în portofoliile FPM-urilor cu VAN cu volatilitate scăzută a crescut semnificativ în 2020, însă a fost reajustată la structura anterioară pandemiei de COVID-19 în cursul anului 2021 și în prima jumătate a anului 2022. În mod normal, FPM-urile cu VAN variabilă au o pondere mai mică a datoriei de stat, în medie 7 % din activele lor[30].

Figura 6: Expunerea la datoria de stat, sfârșitul anului 2021, în miliarde EUR.
Sursă: Baza de date a Regulamentului privind FPM, ANC-uri, ESMA



2.3. Evoluții recente ale pieței și învățăminte desprinse

În ultimii ani, au avut loc mai multe evenimente de criză care au testat cadrul pentru FPM-uri. În martie 2020, pandemia de COVID-19 a dus la o creștere bruscă a cererii de active sigure și lichide atât în sectorul financiar, cât și în cel nefinanciar. Lichiditatea pieței s-a deteriorat considerabil pe o serie largă de piețe și a determinat intervenții fără precedent din partea băncilor centrale. Valoarea principalilor indici bursieri a scăzut cu peste 30 % într-un interval de câteva săptămâni, iar piețele financiare au înregistrat o creștere semnificativă a volatilității în primele luni ale pandemiei. Din cauza incertitudinii generale, investitorii au ezitat să investească pe piețele financiare, ceea ce a condus la pierderi considerabile din evaluare.

Obligațiunile corporative și FPM-urile s-au confruntat, de asemenea, cu o criză semnificativă. Randamentele obligațiunilor corporative au crescut semnificativ în lunile februarie și martie 2020. FPM-urile expuse piețelor private, adică cele cu VAN cu volatilitate scăzută și cele cu VAN variabilă din UE și FPM-urile de prim rang din SUA[31], au înregistrat ieșiri mari. FPM-urile cu VAN cu volatilitate scăzută, care au sediul în UE, au înregistrat ieșiri în cuantum de 51,4 miliarde EUR în martie 2020[32] și au avut dificultăți în vânzarea efectelor de

30 Idem.

31 Un FPM de prim rang este un tip de fond de piață monetară din SUA care investește în principal în titluri de valoare neguvernamentale.

32 ESMA, septembrie 2021, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* (Raport privind tendințele, riscurile și vulnerabilitățile), nr. 2, 2021.

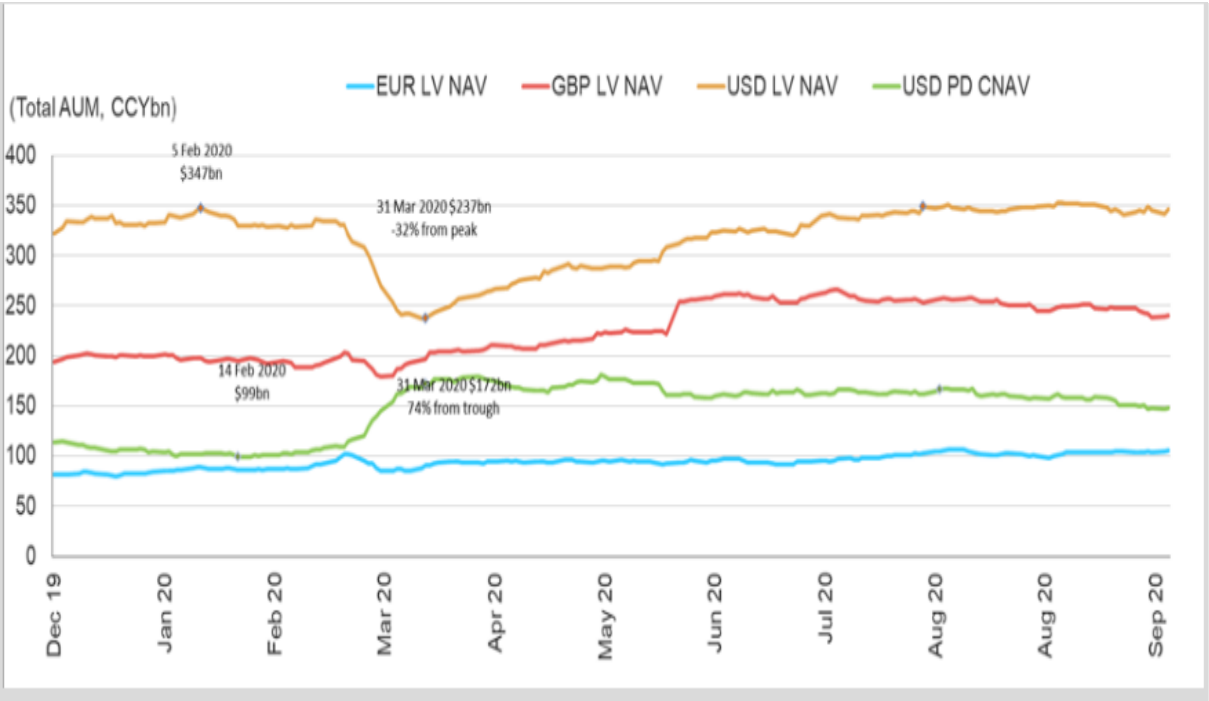
comerț și a certificatelor de depozit deținute, întrucât băncile nu erau dispuse sau nu puteau să răscumpere aceste titluri, inclusiv propriile titluri[33].

Criza a fost deosebit de acută în cazul FPM-urilor cu VAN cu volatilitate scăzută denominate în USD, astfel cum se arată în figura 7 și în literatura de specialitate relevantă[34]. Întrucât deținerile lor de active cu scadență săptămânală (ASS) s-au apropiat de limita minimă de reglementare de 30 %, este posibil ca unii investitori să fi fost îngrijorați din cauza posibilității tot mai mari ca administratorii de fonduri să utilizeze instrumentele disponibile de gestionare a lichidităților (mai precis, comisioanele de lichiditate sau limitele de răscumpărare). Preocupările cu privire la utilizarea instrumentelor de gestionare a lichidităților au fost deosebit de acute pe piața din SUA, ceea ce se poate explica prin faptul că investitorii din UE sunt, în general, mai obișnuiți cu existența unor comisioane decât investitorii americani, dat fiind că sunt familiarizați cu comisioanele practicate de organismele de plasament colectiv în valori mobiliare. Astfel cum se arată în figura 7, acest lucru a avut ca rezultat un efect de propagare asupra FPM-urilor cu sediul în UE, ceea ce a dus la o combinație de răscumpărări în cadrul FPM-urilor cu VAN cu volatilitate scăzută denominate în USD și de subscrieri în cadrul FPM-urilor cu VAN constantă pentru datoria publică denominate în USD de ordin similar, reflectând un potențial efect de substituție (sau o orientare către instrumente cu risc scăzut).

[33] Efectele de comerț și certificatele de depozit sunt, de obicei, deținute până la scadență și, chiar dacă au o scadență foarte scurtă, piața secundară a acestora nu este lichidă, nici măcar în perioade normale. Între timp, FPM-urile reprezintă o proporție semnificativă din cererea pentru aceste instrumente.

[34] Astfel cum s-a discutat în diverse rapoarte, printre care *Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience* (Propuneri de politici pentru sporirea rezilienței fondurilor de piață monetară), CSF, octombrie 2021, *Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds (MMFs)* [Notă de emisiune privind vulnerabilitățile sistemice și considerațiile preliminare de politică pentru reformarea fondurilor de piață monetară (FPM)], CERS, iulie 2021 și articolul intitulat „*How effective is the EU Money Market Fund Regulation? Lessons from the COVID-19 turmoil*” (Cât de eficace este Regulamentul UE privind fondurile de piață monetară? Învățăminte desprinse în urma crizei provocate de pandemia de COVID-19), BCE, *Macro-prudential bulletin*, aprilie 2021.

Figura 7: Evoluția activelor administrate de diferite tipuri de FPM-uri în jurul lunii martie 2020
Sursă: Asociația europeană a administratorilor de fonduri și de active: date furnizate de Fitch Ratings, iMoneyNet



Datele[35] arată că FPM-urile cu un număr redus de ASS-uri au înregistrat ieșiri mai mari decât FPM-urile cu un număr mare de ASS-uri. Această analiză poate fi interpretată ca o dovadă a faptului că investitorii instituționali au efectuat răscumpărări de la FPM-uri pentru a evita să fie supuși unor comisioane și limite. În plus, studiile realizate de Avalos și Xia (2021)[36], Darpeix (2021)[37] și Dunne și Giuliana (2021)[38] arată că indicatorii de lichiditate au fost principalii factori determinanți ai răscumpărărilor în cazul FPM-urilor cu VAN cu volatilitate scăzută, dar nu și în cazul FPM-urilor cu VAN variabilă, indicând astfel posibile efecte nedorite de plafon[39]. Având în vedere amploarea crizei și situația economică globală declanșată de pandemie, principalele bănci centrale au luat o serie de măsuri în vederea sprijinirii piețelor de capital. Acest sprijin s-a realizat prin:

---

35 ESMA, 2021, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* (Raport privind tendințele, riscurile și vulnerabilitățile), nr. 1, 2021.

36 Avalos, F. și Xia, D. (2021), *Investor size, liquidity and prime money market fund stress* (Dimensiunea investitorilor, lichiditatea și criza fondurilor de piață monetară de prim rang), *BIS Quarterly Review Special Feature*, paginile 17-29.

37 Darpeix, P.-E. și Mosson, N. (2021), *Detailed analysis of the portfolios of French money market funds during the COVID-19 crisis in early 2020* (Analiză detaliată a portofoliilor fondurilor de piață monetară franceze în timpul crizei provocate de pandemia de COVID-19 la începutul anului 2020), AMF.

38 Dunne, P. și Raffaele, G. (2021), *Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?* (Limitele de lichiditate amplifică răscumpărările din cadrul fondurilor de piață monetară în timpul crizei provocate de pandemia de COVID-19?), *ESRB Working Paper* nr. 127.

39 ESMA, 14 februarie 2022, *ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation* (Avizul ESMA referitor la revizuirea Regulamentului privind fondurile de piață monetară).

- achiziții directe de certificate de depozit și efecte de comerț denominate în monedă națională (BCE[40], Bank of England[41], Sistemul de Rezerve Federale) de pe piața primară sau de pe cea secundară,
- extinderea garanțiilor eligibile la obligațiunile negarantate emise de bănci (BCE)
- și facilități de creditare pentru bănci pentru a cumpăra active de la FPM-uri (Sistemul de Rezerve Federale)[42].

Ca urmare a intervenției băncilor centrale, numărul cererilor de răscumpărare s-a redus, iar lichiditatea s-a îmbunătățit pe pieţele monetare ale activului suport. Deși aceste intervenții au vizat în principal restabilirea încrederii în profunzimea și lichiditatea piețelor de finanțare pe termen scurt, ele au fost benefice în mod indirect și pentru FPM-urile din UE.

Turbulențele de pe piață din martie 2020 au arătat că unele segmente ale pieței financiare nu au putut absorbi creșterile semnificative și bruște ale presiunilor la vânzare. Acest lucru s-a datorat probabil și faptului că oferta de lichidități a dealerilor a fost mai limitată și mai puțin receptivă la creșterile bruște ale cererii decât înainte de criza financiară din 2008. Cu toate acestea, niciun FPM din UE nu a trebuit să introducă comisioane sau limite de răscumpărare sau să suspende răscumpărările în martie 2020. În plus, niciun FPM cu VAN cu volatilitate scăzută nu a depășit pragurile stabilite în Regulamentul privind FPM pentru a fi convertit în FPM cu VAN variabilă [abaterea VAN de pe piață de la VAN constantă s-a apropiat de banda (collar) de 20 de puncte de bază pentru unele FPM-uri cu VAN cu volatilitate scăzută denominate în USD]. Totuși, aceste rezultate ar trebui interpretate cu prudență și puse în context, având în vedere intervențiile băncilor centrale care au sprijinit pieţele.

Începând din februarie 2022, invadarea Ucrainei de către Rusia și tensiunile geopolitice aferente au afectat pieţele financiare, în special prețurile materiilor prime și produsele derivate conexe. Întrucât FPM-urile din UE investesc în active foarte lichide, cu scadență scurtă, cu un risc de credit minim, acestea nu au înregistrat pierderi sau ieșiri semnificative. FPM-urile s-au adaptat situației prin reajustarea deținerilor lor pentru a viza instrumente cu scadență și mai scurtă, care sunt mai puțin expuse riscului ratei dobânzii[43] și prin creșterea lichidității lor. Există unele semne ale unui impact indirect al investitorilor care vând alte active sau care se confruntă cu apeluri în marjă și care valorifică FPM-urile din UE pentru a stoca sau a accesa lichidități. Cu toate acestea, intrările și ieșirile au părut destul de echilibrate și niciun FPM din

[40] În luna martie 2020, BCE a anunțat un sprijin suplimentar pentru pieţele monetare din zona euro prin extinderea programului său existent de achiziționare de titluri emise de sectorul corporativ pentru a include efectele de comerț nefinanciare denominate în euro cu scadențe reziduale de numai 28 de zile (reduse de la un nivel anterior de minim 6 luni). Astfel, programul BCE de achiziționare de titluri emise de sectorul corporativ a fost benefic doar în mod indirect pentru FPM-urile în monedă locală, contribuind la restabilirea încrederii în pieţele activului suport denominate în euro.

[41] Paolo Cavallino și Fiorella De Fiore, 5 iunie 2020, *Central banks' response to COVID-19 in advanced economies* (Răspunsul băncilor centrale la criza generată de pandemia de COVID-19 în economiile dezvoltate), *BIS Bulletin* nr. 21.

[42] Cu toate acestea, FPM-urile cu VAN cu volatilitate scăzută denominate în USD din UE nu au fost eligibile pentru facilitățile BCE și nici pentru Facilitatea de lichiditate pentru fondurile mutuale de piață monetară (*Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* – MMLF) a Sistemului de Rezerve Federale și au suferit inițial ieșiri, însă s-au redresat rapid după anunțurile băncii centrale.

[43] Activele cu o durată mai mică se confruntă cu o variație mai redusă a prețurilor în urma unui șoc la nivelul ratelor dobânzilor. În medie, FPM-urile și-au redus în mod semnificativ scadența medie ponderată, până la cel mai scăzut nivel din ultimii 10 ani, de 19 zile, de la nivelurile anterioare, de aproape 50 de zile la sfârșitul anilor 2020 și 2021.

UE nu a fost nevoit să introducă comisioane de răscumpărare sau să suspende răscumpărările în această situație.

În septembrie 2022, situația de criză a pieței din Regatul Unit a afectat, de asemenea, FPM-urile din UE care aveau o expunere considerabilă la activele din Regatul Unit și/sau care aveau investitori din Regatul Unit (în special FPM-urile din Irlanda, care au aproximativ 60 % din baza de investitori din Regatul Unit în funcție de cuantumul deținut de aceștia). Potrivit dovezilor disponibile, a existat un impact indirect asupra FPM-urilor denominate în GBP, legat în principal de nevoia investitorilor de a avea acces rapid la lichidități ca urmare a creșterii apelurilor în marjă și a vânzărilor forțate, în special din partea fondurilor cu strategii de investiții bazate pe pasive[44]. Unele FPM-uri denominate în GBP au înregistrat o creștere a ieșirilor (cinci fonduri au consemnat ieșiri cumulate de peste 10 %)[45] la scurt timp după anunțarea „mini-bugetului" Regatului Unit la 23 septembrie 2022.

Situația s-a inversat rapid în urma intervenției din partea Bank of England în sprijinul pieței obligațiunilor de stat. În octombrie 2022, FPM-urile denominate în GBP din UE au înregistrat intrări de aproape 30 %. În plus, în ultima săptămână a lunii septembrie 2022, FPM-urile denominate în GBP din UE au luat măsuri pentru a-și consolida reziliența, crescând ponderea activelor lichide în portofoliile lor, nivelurile de lichiditate atât zilnică, cât și săptămânală majorându-se semnificativ[46].

Deși un fond cu VAN cu volatilitate scăzută s-a apropiat de depășirea limitei de reglementare pentru abaterea VAN, se pare că, în ansamblu, sectorul a rezistat bine și și-a îndeplinit rolul de a asigura stocarea lichidităților pe termen scurt. Episodul legat de investițiile bazate pe pasive evidențiază rolul FPM-urilor de instrumente de gestionare a lichidităților pentru investitorii instituționali. Totodată, acesta arată importanța menținerii rezilienței sectorului FPM-urilor la diferite tipuri de șocuri economice.

În martie 2023, nu s-a observat niciun impact semnificativ asupra FPM-urilor din UE în urma turbulențelor din sectorul bancar. În SUA, prăbușirea Silicon Valley Bank a determinat unii deponenți să pună sub semnul întrebării siguranța depozitelor bancare, în special a celor care depășesc limita legală de protecție. Acest lucru a declanșat o reorientare către FPM-urile din SUA, care ofereau randamente mai mari și o mai mare flexibilitate. În plus, turbulențele bancare au generat o creștere a intrărilor în cadrul facilității *reverse repo overnight* (ON RRP) a Sistemului de Rezerve Federale în ultimele săptămâni ale lunii martie 2023. În urma preluării Credit Suisse de către UBS, FPM-urile din UE au înregistrat, de asemenea, intrări importante, printre care 17,7 miliarde EUR în FPM-urile denominate în euro în martie 2023, ceea ce ar putea fi considerat un indiciu al faptului că participanții la piață percep sectorul FPM-urilor din UE ca fiind rezilient.

---

44 Aceste strategii au fost utilizate în special de fondurile de pensii cu beneficii definite, care au recurs la efectul de pârghie pentru a-și putea corela activele și pasivele într-un mediu caracterizat de rate scăzute ale dobânzilor.

45 ESMA, februarie 2023, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* (Raport privind tendințele, riscurile și vulnerabilitățile), nr. 1, 2023.

46 ESMA, februarie 2023, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* (Raport privind tendințele, riscurile și vulnerabilitățile), nr. 1, 2023.

3. CARACTERUL ADECVAT AL REGULAMENTULUI PRIVIND FPM DIN PUNCT DE VEDERE PRUDENȚIAL ȘI ECONOMIC

Următoarea secțiune analizează caracterul adecvat al Regulamentului privind FPM din punct de vedere prudențial și economic, în conformitate cu cerințele de la articolul 46 alineatul (2) din acest regulament.

FPM-urile reprezintă o categorie distinctă de fonduri de investiții, aflate în strânsă legătură, pe de o parte, cu întreprinderile active din economia reală și din sectorul bancar și, pe de altă parte, cu părți esențiale ale piețelor financiare. Acestea au o funcție economică dublă importantă, atât ca instrument de gestionare a lichidităților și a numerarului, cât și ca instrument de finanțare pe termen scurt pentru entitățile financiare și nefinanciare. Ele nu sunt omogene, iar structura și caracteristicile riscurilor lor diferă de la o jurisdicție la alta[47].

3.1. FPM-urile și instrumentele de datorie emise sau garantate de statele membre ale UE.

Articolul 46 alineatul (2) literele (b) și (c) din Regulamentul privind FPM prevede obligația Comisiei de a evalua rolul FPM-urilor în achiziția instrumentelor de datorie emise sau garantate de statele membre, ținând seama totodată de caracteristicile specifice ale acestui tip de datorie, deoarece aceasta joacă un rol vital în finanțarea statelor membre.

Din cauza lichidității relativ scăzute și a scadențelor lungi ale instrumentelor de datorie emise sau garantate de statele membre ale UE, FPM-urile din UE nu investesc în mod semnificativ în astfel de titluri de valoare. În schimb, cea mai mare parte a expunerii la datoria de stat a FPM-urilor din UE este față de entități suverane din afara UE (119 miliarde EUR la sfârșitul anului 2021, 74 % din expunerea suverană totală). Astfel, datoria de stat a SUA reprezintă aproape în întregime titluri de datorie suverană deținute de FPM-urile cu VAN constantă (88 de miliarde EUR la sfârșitul anului 2021). În ceea ce privește FPM-urile cu VAN cu volatilitate scăzută, datoria de stat a UE reprezenta 36 % din expunerea acestora la obligațiuni de stat la sfârșitul anului 2021, în timp ce datoria suverană a Regatului Unit și, respectiv cea a SUA reprezentau aproximativ 60 %. Spre deosebire de alte tipuri de FPM-uri, majoritatea titlurilor de datorie de stat deținute de FPM-urile cu VAN variabilă sunt instrumente ale UE, reprezentând peste 75 % din expunerea acestora la datoria publică la sfârșitul anului 2021[48]. Cu toate acestea, FPM-urile cu VAN variabilă au, în general, o pondere mai mică a datoriei de stat în comparație cu alte tipuri de FPM-uri (doar 7 % din activele lor).

În temeiul Regulamentului privind FPM, datoria de stat cu o scadență reziduală mai lungă[49] poate totuși să reprezinte până la 17,5 puncte procentuale din ponderea obligatorie de 30 % a activelor cu scadență săptămânală în cazul FPM-urilor cu VAN cu volatilitate scăzută sau al celor cu VAN constantă pentru datoria publică. Respondenții la consultare indică faptul că plafonul de 17,5 % pare a fi incompatibil cu tratamentul aplicat datoriei suverane în alte cadre legislative (secțiunea 3.2). Cu toate acestea, Regulamentul privind FPM permite FPM-urilor să investească până la 100 % din activele lor în datoria suverană, iar limitările se axează

[47] CSF, 11 octombrie 2021, *Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience* (Propuneri de politici pentru sporirea rezilienței fondurilor de piață monetară).

[48] ESMA, 8 februarie 2023: *EU MMF market 2023* (Piața FPM din UE).

[49] Atât timp cât sunt foarte lichide și pot fi răscumpărate și decontate în termen de o zi lucrătoare, aceste active pot fi luate în considerare la calcularea activelor cu scadență săptămânală cu o scadență reziduală de până la 190 de zile.

exclusiv pe rezervele de lichiditate ale FPM-urilor cu VAN cu volatilitate scăzută și ale celor cu VAN constantă pentru datoria publică, din cauza scadenței mai lungi și a volatilității mai mari a acestor active în comparație cu activele cu scadență săptămânală. Respondenții la consultare arată, de asemenea, că mulți investitori utilizează FPM-uri cu VAN constantă pentru datoria publică din cauza că nu sunt dispuși sau nu au capacitatea de a investi în portofolii de credite. În general, acest lucru se datorează unor cerințe specifice în materie de garanții reale, de capital sau de reglementare, de exemplu cerințe ca pozițiile lichidității să fie garantate numai cu datoria de stat sau cerințe de reglementare, cum ar fi activele lichide de înaltă calitate. Alți investitori menționează faptul că, deși investițiile în FPM-uri cu VAN constantă pentru datoria publică sunt realizate în scopul diversificării, dimensiunea acestor piețe nu este suficient de mare pentru a răspunde nevoilor unor investitori în materie de gestionare a numerarului.

3.2. Definiții uniforme pentru nivelul ridicat și extrem de ridicat de lichiditate și de calitate a creditului în cazul activelor transferabile

Articolul 46 alineatul (2) litera (d) din Regulamentul privind FPM prevede obligația Comisiei de a ține seama de raportul menționat la articolul 509 alineatul (3) din Regulamentul (UE) nr. 575/2013.

Articolul 509 alineatul (3) din Regulamentul (UE) nr. 575/2013 a însărcinat ABE să transmită Comisiei un raport privind definițiile uniforme adecvate pentru nivelul ridicat și extrem de ridicat de lichiditate și de calitate a creditului în cazul activelor transferabile. Băncile investesc în aceste active pentru a respecta cerințele de reglementare în materie de lichiditate în temeiul normelor definite de Comitetul de la Basel pentru supraveghere bancară.

ABE a publicat acest raport la 20 decembrie 2013[50], recomandând totuși completarea concluziilor sale empirice cu o apreciere calitativă/un raționament calificat, care să se bazeze, de asemenea, pe consiliere în materie de supraveghere. Pe baza analizei empirice a unei game largi de active financiare tranzacționate în UE, ABE a făcut distincție între activele cu un nivel ridicat de lichiditate și de calitate și activele cu un nivel extrem de ridicat de lichiditate și de calitate. În conformitate cu standardele internaționale, ABE a recomandat ca toate obligațiunile emise sau garantate de entități suverane și de bănci centrale din Spațiul Economic European în moneda națională, precum și cele emise sau garantate de instituții supranaționale să fie considerate active transferabile cu un nivel extrem de ridicat de lichiditate și de calitate a creditului.

Gestionarea riscului de lichiditate pentru administratorii de active include o serie de garanții: scadențe eșalonate, în special pentru activele mai puțin lichide, intervale de lichiditate zilnice și săptămânale în funcție de scadența activelor din portofoliu, norme privind calitatea creditului activelor, cunoașterea bazei de investitori în FPM-uri și norme privind comportamentul și lichiditatea activelor și corelarea acestora. Începând din 2017, s-a acordat o atenție sporită consolidării gestionării riscului de lichiditate, inclusiv prin lucrul la simulări de criză pentru FPM-uri, la transparența și supravegherea acestora, la definirea activelor lichide și la eligibilitatea activelor pentru cerințele de lichiditate.

[50] Direcția de lucru 5 (*Workstream* -WS 5): *Report on the LCR pursuant to Art 481 (1) CRR* [Raport privind indicatorul de acoperire a necesarului de lichiditate (LCR) în temeiul articolului 481 alineatul (1) din Regulamentul privind cerințele de capital (CRR)] (europa.eu).

În conformitate cu normele UE privind gestionarea activelor, lichiditatea unui activ nu poate fi presupusă în mod automat și trebuie efectuat un test adecvat de lichiditate. În acest scop, administratorii de active trebuie să instituie un proces adecvat de gestionare a riscurilor, care să fie revizuit și adaptat în mod sistematic la strategiile lor de investiții și la tipul de investitori (politică de tipul „cunoaște-ți clientul"). Lichiditatea și calitatea creditului sunt evaluate de la caz la caz la nivelul instrumentelor financiare și al portofoliului global.

Prin urmare, deși unele active pot fi considerate ca având un nivel ridicat sau extrem de ridicat de lichiditate în temeiul cadrului bancar al UE, este posibil ca acest lucru să nu se întâmple automat în contextul unui FPM și ar fi necesară o analiză de la caz la caz pentru a determina lichiditatea și calitatea creditului activelor unui fond.

3.3. Impactul Regulamentului privind FPM asupra piețelor de finanțare pe termen scurt

Articolul 46 alineatul (2) litera (e) din Regulamentul privind FPM prevede obligația Comisiei de a lua în considerare impactul respectivului regulament asupra piețelor de finanțare pe termen scurt.

FPM-urile fac parte din ecosistemul mai larg de finanțare pe termen scurt. Turbulențele din martie 2020 au evidențiat anumite vulnerabilități structurale, lacune în materie de date și incertitudini în materie de reglementare pe piețele europene de finanțare pe termen scurt. Deși nu intră în domeniul de aplicare al Regulamentului privind FPM, acestea rămân importante pentru buna funcționare a FPM-urilor din UE.

Piața de finanțare pe termen scurt este o piață extrabursieră intermediată de dealeri. Există dovezi că această piață de finanțare pe termen scurt este fragmentată și opacă[51]. Informațiile relevante sunt dispersate la nivelul mai multor locuri de tranzacționare, fără ca vreuna dintre ele să poată să ofere o imagine cuprinzătoare a pieței din cauza raportării parțiale, a sferei de acțiune neclare, a terminologiilor inconsecvente etc.

Studiul arată, de asemenea, că activitatea de pe piața secundară (ofertă, preț de oferă, volume etc.) este aproape complet opacă. Acest lucru face dificilă formarea prețurilor, generează deficiențe pe aceste piețe și creează dificultăți pentru FPM-uri în ceea ce privește monitorizarea adecvată a riscurilor într-o situație de criză. De asemenea, aceasta împiedică autoritățile de reglementare să evalueze cu precizie lichiditatea structurală a pieței. O mai mare transparență ar putea contribui la creșterea dinamismului și a rezilienței piețelor de finanțare pe termen scurt, reducând astfel și riscul asociat FPM-urilor în cazul unei crize grave.

Majoritatea respondenților la consultare, inclusiv respondenții din sectorul financiar și autoritățile de supraveghere, au subliniat necesitatea de a spori transparența și de a contribui la formarea prețurilor pe piețele valorilor mobiliare pe termen scurt, solicitând mai multe informații cu privire la ceea ce se tranzacționează și la solduri.

[51] Darpeix, P., martie 2022, *The market of short debt securities in Europe: what do we know and what we do not know* (Piața titlurilor de natura datoriei pe termen scurt din Europa: ce știm și ce nu știm), Authorité des Marchés Financiers, *Risk and Trend Mappings*.

În plus, având în vedere nivelul mai scăzut de lichiditate și gradul mai redus de opacitate al acestei piețe, există riscul ca o criză a pieței să poată fi transmisă altor FPM-uri în așa-numita dinamică a contagiunii. Pentru a satisface cererile de răscumpărare, FPM-urile trebuie să investească în active suficient de lichide. Printre aceste instrumente lichide se numără acordurile reverse repo (adesea overnight), bonurile de trezorerie și depozitele bancare. Alte instrumente (certificate de depozit, efecte de comerț) nu pot fi întotdeauna vândute rapid (deoarece, în mod normal, sunt deținute până la scadență, iar pieţele secundare nu sunt suficient de active, ceea ce sporește impactul asupra prețurilor dacă sunt vândute), însă au o scadență foarte scurtă. În cazul în care ar avea loc retrageri masive, FPM-urile ar utiliza mai întâi încasările din activele ajunse la scadență sau ar înceta tranzacțiile lor reverse repo pentru a răspunde cererilor de răscumpărare. Dacă retragerea ar continua, FPM-urile și-ar vinde activele lichide fără a mai investi în instrumente pe termen scurt, ceea ce ar duce la o epuizare bruscă a surselor de finanțare pentru întreprinderi.

În principiu, această dinamică a contagiunii ar fi evitată dacă FPM-urile și-ar putea investi numerarul în instrumente care, în cazul unei retrageri rapide, nu ar genera contagiune pe piață. Un instrument care îndeplinește această cerință ar fi un depozit la banca centrală însăși. Un studiu de caz privind un astfel de acord poate fi găsit în SUA, unde FPM-urile își pot plasa excedentul de numerar în cadrul facilității *reverse repo overnight* (ON RRP) a Sistemului de Rezerve Federale. Pe lângă prevenirea dinamicii contagiunii în situații de criză de lichidități, această facilitate oferă, de asemenea, sectorului FPM-urilor din SUA un avantaj în fața FPM-urile din UE în ceea ce privește flexibilitatea în gestionarea intrărilor lor de lichidități[52]. Acest lucru a fost ilustrat de criza bancară declanșată de prăbușirea Silicon Valley Bank, care a generat o creștere a intrărilor către FPM-urile din SUA, ducând la o creștere ulterioară a utilizării facilității Sistemului de Rezerve Federale în ultimele săptămâni ale lunii martie 2023. Până în martie 2023, FPM-urile și alți participanți eligibili dețineau peste 2,3 mii de miliarde USD în cadrul facilității respective[53].

3.4. Evoluții în materie de reglementare la nivel internațional

Articolul 46 alineatul (2) litera (f) din Regulamentul privind FPM prevede obligația Comisiei de a ține seama de evoluțiile internaționale în materie de reglementare.

Evenimentele legate de pandemie au declanșat un impuls puternic pentru o mai bună consolidare a cadrului de reglementare pentru FPM-uri. Acest lucru a condus la mai multe propuneri din partea ESMA, CERS și CSF de reformare a cadrului de reglementare pentru FPM-uri, de limitare a riscurilor sistemice și de asigurare a faptului că sectorul FPM poate rezista unei potențiale crize viitoare la nivelul lichidității sau al pieței. Opțiunile de politică propuse de diferitele autorități și instituții pot fi grupate după cum urmează: (1) reducerea riscului de retrageri masive (în special prin eliminarea caracteristicilor de tip depozit ale anumitor FPM-uri), (2) consolidarea lichidității FPM-urilor și a capacității acestora de a absorbi pierderile și (3) măsuri de pregătire pentru crizele viitoare. Aceste propuneri sunt enumerate în tabelul 2 și detaliate mai jos.

[52] Cu toate acestea, decizia privind deschiderea unei astfel de facilități de lichiditate pentru FPM-uri depășește competențele Comisiei Europene și ține de competența BCE.

[53] Operațiuni reverse repo – BANK FEDERAL RESERVE BANK NEW YORK (newyorkfed.org).

Tabelul 2 – Principalele propuneri de politică

Obiective de politică	Propuneri de politică	1) ESMA	2) CERS	3) CSF
Reducerea riscului de retrageri masive	Eliminarea posibilității de utilizare a costului amortizat pentru FPM-urile cu VAN cu volatilitate scăzută	Da	Da	Da
	Decuplarea activării instrumentelor de gestionare a lichidităților de pragurile de reglementare pentru FPM-urile cu VAN cu volatilitate scăzută și FPM-urile cu VAN constantă	Da	Da	Da
	Impunerea costului răscumpărărilor investitorilor care le efectuează		Da	Da
Consolidarea lichidităților FPM-urilor și a capacității acestora de a absorbi pierderile	Norme privind utilizarea instrumentelor de gestionare a lichidităților	Da	Da	Da
	Modificări ale indicatorului de lichiditate zilnică și săptămânală	Da	Da	
	Impunerea unei rate minime a investițiilor în datoria publică	Deținere voluntară	Da	
	Creșterea gradului de utilizabilitate a deținerilor de lichidități în perioade de criză	Da	Da	
	Introducerea soldului minim de risc			Da
	Amortizor de capital			Da
Alte măsuri	Îmbunătățirea cadrului simulărilor de criză	Da	Da	
	Sprijin extern (încorporarea declarației ESMA în legislație)	Da		
	Norme privind prezentarea de informații referitoare la ratingurile FPM-urilor	Da		
	Cerințe de raportare mai avansate	Da	Da	

- Avizul ESMA privind reformarea Regulamentului privind FPM, 14 februarie 2022
- Recomandarea CERS privind reforma FPM-urilor, 25 ianuarie 2022
- Recomandările CSF adresate G20 cu privire la reformele FPM-urilor, 11 octombrie 2021 (propuneri de politică pentru consolidarea rezilienței fondurilor de piață monetară).
- Proiectul Comisiei pentru valori mobiliare și burse de valori din SUA (*Securities and Exchange Commission* – SEC) de modificare a normelor aplicabile FPM-urilor, 15 decembrie 2021 (reformele FPM-urilor) pentru consultări publice.
- Autoritatea pentru Conduită Financiară (*Financial Conduct Authority* – FCA) și Bank of England s-au alăturat documentului de dezbatere privind FPM-urile, mai 2022 (reziliența fondurilor de piață monetară) spre consultare până la 23 iulie 2022.

(*) propunere de a impune o deținere minimă de active foarte lichide, inclusiv datorie publică, precum și o deținere maximă de active cu un nivel mai scăzut de lichiditate în contextul unor condiții de criză a pieței (de exemplu, 40 % în certificate de depozit și efecte de comerț din sectorul privat).
(**) Banca Angliei și Autoritatea pentru Conduită Financiară au în vedere lansarea unei consultări cu privire la scoaterea FPM-urilor cu VAN constantă din rândul FPM-urilor cu VAN cu volatilitate scăzută. FPM-urile cu VAN cu volatilitate scăzută ar urma să aibă norme similare cu cele cu VAN variabilă pe termen scurt. De asemenea, acestea au în vedere limitarea dimensiunii pieței FPM-urilor cu VAN constantă pentru datoria publică.

3.4.1. Reducerea riscului de retrageri masive

Organizațiile internaționale și organismele de supraveghere, precum CERS și ESMA, au recomandat ca FPM-urile cu VAN cu volatilitate scăzută să devină fonduri cu VAN variabilă, urmând exemplul SUA[54]. O astfel de modificare ar avea ca scop reducerea riscului de

[54] SEC din SUA a făcut acest lucru în 2016. Reforma SEC a impus ca toate FPM-urile de prim rang instituționale (și anume FPM-urile neguvernamentale utilizate de investitorii instituționali) să fie convertite în fonduri cu VAN variabilă. Rezultatul acestei reforme este că activele investite în aceste FPM-uri din SUA s-au

retrageri masive cauzat de efectele de plafon, prin limitarea posibilităților investitorilor de a efectua răscumpărări de la FPM-uri la prețuri constante care, în perioadele de criză a pieței, nu reflectă neapărat evaluarea curentă a prețurilor de piață ale activelor suport. În acest sens, ele propun interzicerea utilizării metodei costului amortizat și a rotunjirii aferente a celei de-a 2-a zecimale, care permite FPM-urilor cu VAN cu volatilitate scăzută să ofere un preț de răscumpărare stabil.

Totuși, această opțiune de politică ar implica o schimbare radicală pentru piața FPM-urilor din UE și, în special, dispariția pieței FPM-urilor cu VAN cu volatilitate scăzută. Trecerea de la o VAN constantă la o VAN variabilă ar elimina caracteristicile de tip depozit ale acestor produse, acestea reprezentând unul dintre scopurile principale pe care investitorii le menționează pentru utilizarea acestor FPM. Majoritatea respondenților la consultare au avut o atitudine destul de critică cu privire la eliminarea FPM-urilor cu VAN cu volatilitate scăzută. Majoritatea respondenților au considerat că există riscul ca, în acest caz, unii investitori să iasă de pe piața FPM-urilor. Disponibilitatea limitată a unor alternative și substitute viabile din punct de vedere economic pentru FPM-urile cu VAN cu volatilitate scăzută ar putea determina investitorii să se orienteze către produse mai puțin reglementate.

Ca alternativă, investitorii actuali în FPM-uri cu VAN cu volatilitate scăzută ar putea investi în cele cu VAN constantă pentru datoria publică (în prezent 11 % din piață), precum și în FPM-uri cu VAN variabilă (în special în cele cu VAN variabilă pe termen scurt) sau direct pe piața pe termen scurt. Cu toate acestea, răspunsurile la consultarea părților interesate arată că segmentul FPM-urilor cu VAN constantă pentru datoria publică este prea mic pentru a răspunde nevoilor investitorilor în materie de gestionare a numerarului și nu îndeplinește cerințele de lichiditate ale acestora. În plus, respondenții sugerează că eliminarea FPM-urilor cu VAN cu volatilitate scăzută ar genera o creștere a concurenței în domeniul activelor publice, care sunt utilizate de bănci ca active lichide cu un nivel ridicat de calitate, precum și de mulți alți investitori în scopul gestionării lichidităților.

Unii respondenți indică faptul că FPM-urile cu VAN variabilă pe termen scurt ar putea fi o alternativă, însă subliniază existența unor incertitudini în ceea ce privește tratamentul contabil al acestora ca „numerar și echivalent de numerar” în diferite jurisdicții. În plus, astfel de modificări ar avea, de asemenea, implicații fiscale. Majoritatea respondenților la consultare menționează că ar utiliza depozitele bancare ca instrumente alternative în cazul în FPM-urile cu VAN cu volatilitate scăzută care nu ar mai fi disponibile, chiar dacă depozitele bancare ar conduce la o creștere a riscului de credit al contrapărții și ar reduce în mod semnificativ diversificarea riscurilor în comparație cu portofoliile diversificate furnizate de FPM-uri.

În general, respondenții la consultare au apreciat utilitatea FPM-urilor cu VAN cu volatilitate scăzută și, în special, ușurința operațională a utilizării pentru investitori, datorită capacității de rotunjire a prețului acțiunilor în cadrul benzii (collar) de 20 de puncte de bază. În cazul în care FPM-urile cu VAN cu volatilitate scăzută devin indisponibile, respondenții se tem de lipsa unor opțiuni alternative de investiții și de diversificare a riscurilor. De asemenea, ar trebui să se țină seama de reziliența FPM-urilor cu VAN cu volatilitate scăzută în timpul turbulențelor din martie 2020, dat fiind că niciun FPM cu VAN cu volatilitate scăzută nu a activat instrumente de gestionare a lichidităților și nici nu s-a convertit într-un FPM cu VAN variabilă în perioada respectivă.

---

contractat substanțial în anii care au precedat punerea în aplicare a acestor reforme, în beneficiul FPM-urilor guvernamentale din SUA (care sunt caracterizate printr-o VAN constantă).

3.4.2. Consolidarea lichidității FPM-urilor și a capacității acestora de a absorbi pierderile

Organismele prudențiale și de supraveghere au prezentat o serie de opțiuni de politică menite să consolideze în continuare capacitatea FPM-urilor de a face față numărului mare de cereri de răscumpărare și de a proteja interesul public și stabilitatea financiară.

Deși legătura dintre utilizarea instrumentelor de administrare a lichidităților (*Liquidity Management Tools* – LMT) și nivelurile de lichiditate nu este una automată în cadrul Regulamentului privind FPM, o încălcare a cotei minime de 30 % aplicabilă deținerilor de active cu scadență săptămânală (ASS) ar putea declanșa impunerea unor limite sau comisioane de răscumpărare. Acest lucru pare să fi obligat administratorii de fonduri să nu își utilizeze deținerile de ASS-uri pentru a finanța numărul crescut de cereri de răscumpărare în martie 2020, temându-se că o încălcare a nivelului minim al ASS-urilor ar genera noi cereri de răscumpărare, dat fiind că investitorii au anticipat impunerea unor instrumente de gestionare a lichidităților. Deconectarea completă dintre utilizarea potențială a LMT-urilor și încălcările dispozițiilor privind deținerile minime de lichidități ar putea, astfel, să ducă la o sporire a capacității administratorilor de fonduri de finanțare a unor răscumpărări mai mari în perioadele de criză. Până în prezent, această propunere se bucură de cel mai mare sprijin în rândul părților interesate.

Propunerea de relaxare a limitelor existente privind activele eligibile ale datoriei publice ca parte a intervalelor de lichiditate este puternic susținută de BCE, care dorește ca investițiile în aceste active să devină obligatorii. Opiniile părților interesate sunt împărțite în ceea ce privește caracterul obligatoriu și nivelul investițiilor în astfel de active. Această situație este legată de impactul variabil al unor astfel de investiții asupra rentabilității FPM-urilor și a disponibilității datoriei publice eligibile. Părțile interesate își exprimă, de asemenea, unele preocupări cu privire la transferarea riscului de lichiditate către piața datoriilor suverane. Deși datoria publică poate servi drept instrument esențial pentru administrarea lichidităților în cazul FPM-urilor, recenta criză din Regatul Unit a arătat că aceasta nu este imună la episoadele de volatilitate a prețurilor. În plus, există riscul ca o creștere a limitelor existente aplicabile activelor eligibile ale datoriei publice să conducă la concentrarea excesivă a investițiilor FPM-urilor în aceste titluri de valoare, în condițiile în care diversificarea investițiilor în diferite clase de active constituie o garanție importantă.

La nivel mai general, propunerile de creștere a nivelului deținerilor minime de active lichide, deși nu sunt controversate în esență, sunt dificil de pus în aplicare și pot avea consecințe nedorite. Într-adevăr, deși normele privind indicatorul de acoperire a necesarului de lichiditate prevăd o definiție a activelor lichide cu un nivel ridicat de calitate, în sectorul gestionării activelor este dificil să se definească activele lichide (de exemplu, obligațiunile de stat se pot confrunta și ele cu condiții de criză a pieței). În plus, administratorii FPM-urilor aplică o abordare holistică în administrarea lichidităților, care include scadențe eșalonate, utilizarea tranzacțiilor reverse repo și caracteristicile bazei de investitori a acestora (inclusiv concentrarea investitorilor). În plus, introducerea unor praguri ferme suplimentare ar genera rigiditate la nivelul punerii în aplicare a politicilor de gestionare a riscului de lichiditate practicate de administratorii de active, inclusiv a simulărilor de criză, cu potențiale efecte nedorite.

Există opinii divergente în rândul părților interesate, care depind de rolul și de funcția FPM-urilor, cu privire la impactul real al recomandărilor de a oferi administratorilor de fonduri posibilitatea de a transfera costul răscumpărărilor către investitori (prin impunerea

unor tipuri diferite de instrumente de gestionare a lichidităților bazate pe prețuri, cunoscute și sub denumirea de mecanisme de ajustare a valorii), așa cum au recomandat CSF și CERS și potrivit propunerilor Comisiei pentru valori mobiliare și burse de valori din SUA. În urma recomandărilor CSF și CERS, propunerea de revizuire a directivelor privind administratorii fondurilor de investiții alternative (DAFIA) și organismele de plasament colectiv în valori mobiliare (OPCVM) vizează extinderea gamei de instrumente de gestionare a lichidităților pentru fondurile din UE și armonizarea modalităților de utilizare a acestora. FPM din UE vor beneficia de revizuirea directivelor privind AFIA/OPCVM, prin care administratorilor de active li s-ar permite să selecteze cele mai adecvate instrumente de gestionare a lichidităților dintr-o listă specifică.

CSF a prezentat propuneri de creștere a capacității FPM-urilor de absorbție a pierderilor, inclusiv prin impunerea unor constrângeri privind acțiunile care pot fi răscumpărate imediat (acest lucru este cunoscut sub denumirea de „sold minim de risc”) și prin impunerea obligației ca FPM-urile să mențină rezerve de capital, de exemplu în afara FPM, într-un cont de garanție finanțat de administratorii fondului. Aceste tipuri de soluții ar reduce avantajul primului venit pentru investitori, dat fiind că ar atenua riscul ca pierderile să fie impuse celorlalți investitori. Totuși, astfel de soluții fie nu sunt testate și depind de ajustări operaționale semnificative (pentru „soldul minim de risc”), fie ar face ca exploatarea FPM-urilor să fie mai costisitoare și, prin urmare, ar putea conduce la închiderea unor fonduri (pentru amortizoarele de capital) și la randamente mai mici pentru investitori.

3.4.3. Alte măsuri

O serie de măsuri suplimentare, care nu sunt direct legate de operațiunile FPM-urilor, au fost, de asemenea, prezentate de ESMA și CSF și necesită o evaluare suplimentară. Acestea au legătură, în principal, cu raportarea și simulările de criză. În mod similar, alte propuneri din partea părților interesate, cum ar fi consolidarea supravegherii, ar putea fi evaluate mai în detaliu.

3.5. Fezabilitatea instituirii unei cote minime a datoriei publice a UE de 80 %

Articolul 46 alineatul (2) din Regulamentul privind FPM prevede obligația Comisiei de a evalua fezabilitatea instituirii unei cote a datoriei publice a UE de 80 %.

Prezentul raport ține seama de disponibilitatea instrumentelor de datorie publică pe termen scurt ale UE și evaluează dacă FPM-urile cu VAN cu volatilitate scăzută ar putea fi o alternativă adecvată la FPM-urile cu VAN constantă pentru datoria publică care vizează instrumente în alte monede.

Considerentul 56 din Regulamentul privind FPM susține că o astfel de cotă poate fi „*justificată din punctul de vedere al supravegherii prudențiale*”, deoarece „*emiterea de către UE a instrumentelor de datorie publică pe termen scurt este reglementată în dreptul Uniunii*”. Cu toate acestea, există două dificultăți principale care fac ca aplicarea unei astfel de cote să fie imposibilă în practică.

Prima dificultate constă în necorelarea dintre, pe de o parte, FPM-urile cu VAN constantă pentru datoria publică disponibile în prezent în UE (care sunt în cea mai mare parte denominate în USD sau GBP, existând un singur FPM cu VAN constantă pentru datoria

publică denominat în euro, de dimensiuni relativ mici[55]) și, pe de altă parte, moneda de denominare a datoriei publice în UE. Datele din studiul efectuat de Darpeix[56] arată că marea majoritate (aproximativ 90 %) a titlurilor de natura datoriei pe termen scurt emise de țările UE (indiferent dacă acestea fac sau nu parte din zona euro) sunt denominate în EUR, numai aproximativ 5 % din ele fiind denominate în USD. Necorelarea dintre moneda de denominare a fondurilor în sine și a instrumentelor de datorie publică disponibile denotă faptul că FPM-urile cu VAN constantă pentru datoria publică din UE investesc în principal în instrumente emise de SUA și Regatul Unit[57].

Rezultatele consultării publice indică faptul că, chiar și în cazul impunerii unei cote a datoriei publice a UE, investitorii în FPM-urile cu VAN constantă denominate în USD și în GBP nu s-ar reorienta probabil către FPM-uri pentru datoria publică denominate în euro, din două motive principale.

- În primul rând, deoarece clienții, în mare parte, iau în considerare împreună aspectele legate de riscul suveran și riscul valutar. De exemplu, clienții care investesc în FPM-uri denominate în USD doresc să fie expuși mai degrabă la datoria și moneda SUA decât la datoria și moneda UE. Acest lucru este, de asemenea, strâns legat de funcția economică a FPM-urilor ca rezervă de lichidități într-o anumită monedă.
- Și, în al doilea rând, deoarece există riscuri legate de diversificarea scăzută a datoriei publice pe termen scurt denominate în euro și de gradul relativ redus de lichiditate al acesteia. Feedbackul primit de la părțile interesate arată că FPM-urile preferă să investească în active cu o scadență mai mică de 3 luni, ceea ce este dificil de realizat pe piața actuală a datoriei publice denominate în EUR.

A doua dificultate constă în faptul că o astfel de cotă ar putea avea implicații negative asupra stabilității financiare. Băncile au nevoie de expunerea la datoria de stat pentru a respecta cerințele de lichiditate din cadrul Basel II. O cotă minimă de 80 % din datoria publică a UE ar însemna că FPM-urile ar viza aceleași instrumente ca și băncile. Prin urmare, ar exista o multitudine de investitori care să investească în aceeași clasă de active, sporind astfel riscurile de contagiune și de instabilitate financiară în situații de criză, dat fiind că expunerile-suport comune ar amplifica un circuit de răspuns între riscul financiar și riscul suveran.

Având în vedere analiza de mai sus, avantajele stabilirii unei cote minime de 80 % din datoria publică a UE în cazul FPM-urilor din UE rămân discutabile. Cu toate acestea, chiar și fără impunerea unei cote, pe piață ar putea apărea mai multe FPM-uri cu VAN constantă pentru datoria publică denominate în euro, ca urmare a creșterii recente a ratelor dobânzilor în zona euro, ceea ce ar putea contribui la plasarea datoriei suverane pe termen scurt denominate în EUR în FPM-uri cu VAN constantă pentru datoria publică din UE.

4. CONCLUZII

Prin prezentul raport, Comisia își îndeplinește mandatul legal care îi revine în temeiul articolului 46 alineatele (1) și (2) din Regulamentul privind FPM de a prezenta Parlamentului

---

55 Pe baza datelor ESMA, 8 februarie 2023: *EU MMF market 2023* (Piața FPM din UE).

56 Darpeix, P., martie 2022, *The market of short debt securities in Europe: what do we know and what we do not know* (Piața titlurilor de natura datoriei pe termen scurt din Europa: ce știm și ce nu știm), Authorité des Marchés Financiers, *Risk and Trend Mappings*.

57 Din diverse motive, FPM-urile tind să nu combine monede. Deși ar putea să o facă într-o anumită măsură prin acoperirea expunerilor la riscul valutar prin intermediul instrumentelor financiare derivate pe cursul de schimb, acest lucru ar deveni prea costisitor pe un temei material.

European și Consiliului un raport care să analizeze caracterul adecvat al Regulamentului privind FPM dintr-o perspectivă prudențială și economică.

Raportul arată că Regulamentul privind FPM a trecut cu succes simularea de criză de lichidități cu care s-au confruntat FPM-urile în timpul turbulențelor de pe piață legate de pandemia de COVID-19 din martie 2020, al recentelor creșteri ale ratelor dobânzilor și al revizuirii prețurilor activelor financiare aferente. Niciun FPM cu sediul în UE nu a fost nevoit să introducă comisioane sau limite de răscumpărare sau să suspende răscumpărările în timpul acestor evenimente de criză. În mod similar, FPM-urile din UE axate pe active denominate în GBP au rezistat presiunii de răscumpărare generate de criza pieței obligațiunilor de stat din septembrie 2022.

Aceste experiențe indică faptul că garanțiile prevăzute în Regulamentul privind FPM au produs efectele scontate. Printre acestea se numără garanțiile care au fost concepute pentru a permite FPM-urilor cu VAN stabilă (FPM-urile cu VAN constantă și FPM-urile cu VAN cu volatilitate scăzută) să utilizeze în continuare, în anumite condiții, metoda costului amortizat fără a crea riscuri sistemice și fără a aduce prejudicii investitorilor.

Prin introducerea unui regim specific, Regulamentul privind FPM a consolidat în mod semnificativ cadrul de reglementare a FPM-urilor din UE, care făcuse anterior obiectul unor norme diferite. Cu toate acestea, după 5 ani de aplicare a Regulamentului privind FPM, prezentul raport identifică deficiențe care ar trebui evaluate mai în detaliu. În special, rezultatele consultării părților interesate și evoluțiile recente de pe piață arată că ar putea exista posibilitate de a spori și mai mult reziliența FPM-urilor din UE, în special prin decuplarea potențialei activări a instrumentelor de gestionare a lichidităților de pragurile de lichiditate reglementate. În plus, prezentul raport evidențiază problemele structurale care sunt externe FPM-urilor și, prin urmare, și Regulamentului privind FPM, inclusiv cele legate de piețele pe termen scurt ale activului suport. Aceste probleme structurale ar necesita o evaluare suplimentară și fac în prezent obiectul unei analize mai aprofundate la nivelul CSF.

Nu în ultimul rând, FPM-urile din UE vor beneficia de revizuirea în curs a directivelor privind AFIA și OPCVM[58], care vizează introducerea unor noi norme armonizate pentru a spori disponibilitatea LMT-urilor pentru fondurile deschise. Acest nou cadru privind LMT-urile va consolida și mai mult reziliența gestionării lichidităților de către FPM-urile din UE în caz de criză.

[58] Întrucât FPM-urile care își desfășoară activitatea în UE trebuie să fie înființate și să respecte DAFIA sau DOPCVM. Propunerea Comisiei poate fi consultată la adresa: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Financial-services-review-of-EU-rules-on-alternative-investment-fund-managers_en.