ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ
ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Βρυξέλλες, 20.7.2023
COM(2023) 452 final

ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ ΚΑΙ ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

σχετικά με την επάρκεια του κανονισμού (ΕΕ) 2017/1131 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς από άποψη προληπτικής εποπτείας και οικονομική άποψη

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ 3

1.1. Ιστορικό 3

1.2. Νομική βάση για την έκθεση 4

1.3. Μεθοδολογία και διαδικασία διαβούλευσης 4

2. Ο ΤΟΜΕΑΣ ΤΩΝ ΑΚΧΑ ΣΗΜΕΡΑ 5

2.1. Βασικές αλλαγές που εισήγαγε ο κανονισμός για τα ΑΚΧΑ 5

2.2. Η διάρθρωση της αγοράς σήμερα 8

2.3. Πρόσφατες εξελίξεις στην αγορά και διδάγματα που αντλήθηκαν 12

3. ΕΠΑΡΚΕΙΑ ΤΟΥ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ ΓΙΑ ΤΑ ΑΚΧΑ ΑΠΟ ΑΠΟΨΗ ΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΠΟΨΗ 16

3.1. ΑΚΧΑ και χρεόγραφα τα οποία τα εκδίδουν ή τα εγγυώνται τα κράτη μέλη της ΕΕ. 17

3.2. Ενιαίοι ορισμοί της υψηλής και της εξαιρετικά υψηλής ρευστότητας και της πιστωτικής ποιότητας των μεταβιβάσιμων περιουσιακών στοιχείων 18

3.3. Αντίκτυπος του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ στις αγορές βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης 19

3.4. Κανονιστικές εξελίξεις σε διεθνές επίπεδο 20

3.4.1. Μείωση του κινδύνου μαζικής φυγής 22

3.4.2. Ενίσχυση της ρευστότητας των ΑΚΧΑ και της ικανότητάς τους να απορροφούν ζημίες 23

3.4.3. Άλλα μέτρα 24

3.5. Σκοπιμότητα της θέσπισης ποσόστωσης τουλάχιστον 80 % δημόσιου χρέους της ΕΕ 25

4. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ 26

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

ΟΔΟΕΕ	Οδηγία σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων
ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ	ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας ενεργητικού
ΕΚΤ	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
ESMA	Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών
ΕΣΣΚ	Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου
EUR	Ευρώ
ΣΧΣ	Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας
GBP	Λίρα στερλίνα
ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας	ΑΚΧΑ καθαρής αξίας ενεργητικού χαμηλής μεταβλητότητας
ΑΚΧΑ	Αμοιβαίο κεφάλαιο της χρηματαγοράς
Κανονισμός για τα ΑΚΧΑ	Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1131 για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς
ΚΑΕ	Καθαρή αξία ενεργητικού
ΕΑΑ	Εθνικές αρμόδιες αρχές
USD	Δολάριο Ηνωμένων Πολιτειών
ΟΣΕΚΑ	Οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες
ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ	ΑΚΧΑ κυμαινόμενης καθαρής αξίας ενεργητικού
ΠΣΕΩ	Περιουσιακά στοιχεία εβδομαδιαίας ωρίμανσης

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1. Ιστορικό

Ο κανονισμός (ΕΕ) 2017/1131 για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς (στο εξής: κανονισμός για τα ΑΚΧΑ) προτάθηκε στον απόηχο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, η οποία αποκάλυψε ορισμένες αδυναμίες των χρηματοπιστωτικών αγορών και των ρυθμιστικών καθεστώτων τους σε ολόκληρο τον κόσμο. Από την έναρξη ισχύος του, τον Ιανουάριο του 2019, ο εν λόγω κανονισμός έχει ενισχύσει σημαντικά το ρυθμιστικό καθεστώς για τα ΑΚΧΑ στην ΕΕ, κατόπιν συστάσεων του Συμβουλίου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΣΧΣ), του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO)[1] και του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ).

Το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο δοκιμάστηκε από τις πιέσεις στην αγορά που σχετίζονταν με την πανδημία COVID-19. Ο αντίκτυπος αυτών των πιέσεων στα ΑΚΧΑ διέφερε μεταξύ των δικαιοδοσιών λόγω διαφορών στις δομές των αγορών ΑΚΧΑ (π.χ. κυρίαρχα είδη ΑΚΧΑ, προφίλ επενδυτών και υποκείμενες επενδύσεις) και υπολειπόμενων διαφορών στο ρυθμιστικό πλαίσιο για τα ΑΚΧΑ. Μεγάλες κεντρικές τράπεζες, όπως η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) και η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, έλαβαν διάφορα μέτρα για τον μετριασμό των επιπτώσεων, μεταξύ των οποίων περιλαμβάνονται η αγορά εμπορικών χρεογράφων με οριστικές πράξεις[2] στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά, η χορήγηση δανείων σε τράπεζες για την αγορά περιουσιακών στοιχείων από ΑΚΧΑ (Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ) και η επέκταση των αποδεκτών εξασφαλίσεων για πράξεις αναχρηματοδότησης σε μη εξασφαλισμένα τραπεζικά ομόλογα (ΕΚΤ). Οι παρεμβάσεις αυτές βελτίωσαν τη ρευστότητα και την εμπιστοσύνη στις αγορές βραχυπρόθεσμων χρεωστικών τίτλων, κάτι που συνέβαλε επίσης στη μείωση του ρυθμού των εξαγορών από ΑΚΧΑ. Παρά το γεγονός ότι υπήρξαν σημαντικές εκροές από ορισμένα είδη ΑΚΧΑ τον Μάρτιο του 2020 και σε άλλες περιόδους ακραίων συνθηκών στην αγορά, δεν απαιτήθηκε από κανένα ΑΚΧΑ της ΕΕ να επιβάλει τέλη εξαγοράς ή όρια εξαγοράς[3] ή να αναστείλει τις εξαγορές.

Μετά τις ακραίες συνθήκες που επικράτησαν στην αγορά λόγω της νόσου COVID-19, οι παγκόσμιες και ευρωπαϊκές αρχές προληπτικής εποπτείας άρχισαν να επεξεργάζονται προτάσεις πολιτικής για την αύξηση της ανθεκτικότητας των ΑΚΧΑ. Ειδικότερα, το ΣΧΣ[4], το ΕΣΣΚ[5] και η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA)[6] πρότειναν διάφορες

---

[1] Ο Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (IOSCO) διενήργησε αξιολόγηση από ομοτίμους της εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων των ΑΚΧΑ σε διάφορες δικαιοδοσίες και δημοσίευσε, στις 20 Νοεμβρίου 2020, θεματική αξιολόγηση της συνέπειας στην εφαρμογή των μεταρρυθμίσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων της χρηματαγοράς. Η έκθεση επιβεβαιώνει τον υψηλό βαθμό συμμόρφωσης των επιτευχθέντων ρυθμιστικών στόχων με τις αρχικές συστάσεις της.

[2] Εμπορικό χρεόγραφο: μη εξασφαλισμένη υπόσχεση πληρωμής ορισμένου ποσού σε καθορισμένη ημερομηνία λήξης, εκδοθείσα στον κομιστή (ΔΝΤ, 2003). Τα εμπορικά χρεόγραφα εκδίδονται κυρίως από μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες.

[3] Τέλη εξαγοράς ως εργαλείο διαχείρισης ρευστότητας που επιβάλλει συνήθως κατ' αποκοπή τέλη στους επενδυτές που πωλούν μετοχές ενός αμοιβαίου κεφαλαίου (συνήθως εντός προκαθορισμένης περιόδου). Τα όρια εξαγοράς είναι ένα εργαλείο διαχείρισης ρευστότητας που εμποδίζει τους επενδυτές του αμοιβαίου κεφαλαίου να αποσύρουν μέρος του κεφαλαίου τους για ορισμένο χρονικό διάστημα.

[4] ΣΧΣ, 11 Οκτωβρίου 2021, Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience (Προτάσεις πολιτικής για την ενίσχυση της ανθεκτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων της χρηματαγοράς).

[5] ΕΣΣΚ, 2 Δεκεμβρίου 2021, Recommendation on reform of money market funds (Σύσταση για τη μεταρρύθμιση των αμοιβαίων κεφαλαίων της χρηματαγοράς).

[6] ESMA, 14 Φεβρουαρίου 2022, ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation (Γνώμη της ESMA σχετικά με την επανεξέταση του κανονισμού για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς).

μεταρρυθμίσεις προκειμένου να διασφαλιστεί ότι τα ΑΚΧΑ δεν θα εντείνουν τις κρίσεις ρευστότητας σε περιόδους ακραίων καταστάσεων. Μία από τις προτάσεις αυτές περιλαμβάνει την κατάργηση της δυνατότητας των ΑΚΧΑ καθαρής αξίας ενεργητικού χαμηλής μεταβλητότητας (ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας) να χρησιμοποιούν τη λογιστική αποσβεσμένου κόστους. Ωστόσο, αυτό θα μπορούσε να μειώσει την αποτελεσματικότητα των ΑΚΧΑ ως εναλλακτικών λύσεων διαχείρισης ρευστότητας αντί των τραπεζικών καταθέσεων και να περιορίσει τις επιλογές διαχείρισης ταμειακών διαθεσίμων των εταιρειών[7].

1.2. Νομική βάση για την έκθεση

Η παρούσα έκθεση συντάσσεται σύμφωνα με το άρθρο 46 παράγραφος 1 του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ, το οποίο απαιτεί από την Επιτροπή να αξιολογεί τη λειτουργία του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ βάσει ανάλυσης των ισχυόντων κανόνων από άποψη προληπτικής εποπτείας και οικονομική άποψη και μετά από διαβουλεύσεις με την ESMA και, εφόσον είναι αναγκαίο, με το ΕΣΣΚ, και σύμφωνα με το άρθρο 6 παράγραφος 2, το οποίο προσδιορίζει τους όρους που πρέπει να ληφθούν υπόψη στην παρούσα έκθεση. Το εν λόγω άρθρο απαιτεί επίσης από την Επιτροπή να αξιολογεί αν πρέπει να γίνουν τροποποιήσεις στο καθεστώς των ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας ενεργητικού (ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ) δημόσιου χρέους και των ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας.

1.3. Μεθοδολογία και διαδικασία διαβούλευσης

Η παρούσα έκθεση βασίζεται σε διάφορες μελέτες που εκπονήθηκαν από ευρωπαϊκούς και διεθνείς φορείς. Τόσο η έκθεση του ΣΧΣ[8] όσο και η γνώμη της ESMA[9] αξιοποίησαν τις παρατηρήσεις των ενδιαφερόμενων μερών. Οι τελευταίες εκθέσεις, καθώς και οι συστάσεις του ΕΣΣΚ[10], περιέχουν εκτενή σύνολα δεδομένων και αποδεικτικών στοιχείων από τις εποπτικές αρχές. Η ΕΚΤ δημοσίευσε αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας του κανονιστικού πλαισίου της ΕΕ από άποψη χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, βάσει της συμπεριφοράς των ΑΚΧΑ κατά τη διάρκεια της κρίσης λόγω COVID-19[11]. Η παρούσα έκθεση βασίστηκε επίσης σε ακαδημαϊκά έγγραφα.

Από τις 12 Απριλίου έως τις 20 Μαΐου 2022 η Επιτροπή διεξήγαγε διαβούλευση με τα ενδιαφερόμενα μέρη για να συγκεντρώσει τις απόψεις τους σχετικά με τη λειτουργία του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ[12]. Συνολικά 48 απαντήσαντες υπέβαλαν παρατηρήσεις. Πάνω από τα δύο τρίτα όσων απάντησαν ανέφεραν ότι ο κανονισμός για τα ΑΚΧΑ έχει επιτύχει αποτελεσματικά τους βασικούς στόχους του όσον αφορά τη διασφάλιση της ρευστότητας,

---

[7] Τα ΑΚΧΑ αμετάβλητης ΚΑΕ ιδιωτικού χρέους έχουν χαρακτηριστικά που προσομοιάζουν με τραπεζικές καταθέσεις, επενδύουν σε υποχρεώσεις που εκδίδονται από τράπεζες και χρησιμοποιούνται από μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες ως μέσο διαχείρισης της ρευστότητας.

[8] ΣΧΣ, 11 Οκτωβρίου 2021, Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience (Προτάσεις πολιτικής για την ενίσχυση της ανθεκτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων της χρηματαγοράς).

[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] ΕΚΤ, Οκτώβριος 2022, «Is the EU Money Market Fund Regulation fit for purpose? Lessons from the COVID-19 turmoil» (Είναι ο κανονισμός της ΕΕ για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς κατάλληλος για τον σκοπό που επιδιώκει; Διδάγματα από την αναταραχή λόγω της νόσου COVID-19), σειρά εγγράφων εργασίας, αριθ. 2737.

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

την αύξηση της προστασίας των επενδυτών, την πρόληψη του κινδύνου μετάδοσης και τη βελτίωση της διαφάνειας, της εποπτείας και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας της ενιαίας αγοράς. Οι εν λόγω απαντήσαντες θεωρούν ότι ο κανονισμός για τα ΑΚΧΑ έχει συμβάλει στην ολοκλήρωση των κεφαλαιαγορών και έχει καταστήσει τα ΑΚΧΑ ανθεκτικότερα, ιδίως μέσω των κανόνων του για την πιστωτική ποιότητα[13] και τη σύνθεση των περιουσιακών στοιχείων[14]. Οι παρατηρήσεις που ελήφθησαν από τα ενδιαφερόμενα μέρη καταδεικνύουν επίσης τη σημασία της διασφάλισης της συνοχής των κανόνων σε επίπεδο ΕΕ και της ενίσχυσης της εποπτείας. Επιπλέον, οι διασυνοριακοί επενδυτές εκτιμούν επίσης το γεγονός ότι ο κανονισμός για τα ΑΚΧΑ τους παρέχει τη δυνατότητα διαχείρισης ταμειακών διαθεσίμων σε παγκόσμιο επίπεδο μέσω μιας τυποποιημένης διαδικασίας τόσο από λογιστική άποψη όσο και από άποψη διαχείρισης κινδύνου.

2. Ο ΤΟΜΕΑΣ ΤΩΝ ΑΚΧΑ ΣΗΜΕΡΑ

2.1. Βασικές αλλαγές που εισήγαγε ο κανονισμός για τα ΑΚΧΑ

Πριν από τη θέσπιση του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ, η πλειονότητα των ΑΚΧΑ στην ΕΕ λειτουργούσαν βάσει των κανόνων της οδηγίας για τους ΟΣΕΚΑ[15], των εκτελεστικών της πράξεων και κατευθυντήριων γραμμών, καθώς και βάσει κωδίκων δεοντολογίας του κλάδου. Η Γαλλία, η Ιρλανδία και το Λουξεμβούργο είναι οι κυριότερες χώρες που φιλοξενούν τα ΑΚΧΑ της ΕΕ. Το Λουξεμβούργο και η Ιρλανδία ανέπτυξαν έναν κλάδο ΑΚΧΑ με ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ σε ξένα νομίσματα, με στόχο θεσμικούς επενδυτές από χώρες εκτός της ΕΕ.

Ο κανονισμός για τα ΑΚΧΑ εισήγαγε ένα ειδικό και σημαντικά πιο ανεπτυγμένο ρυθμιστικό καθεστώς για τα ΑΚΧΑ στην ΕΕ. Ειδικότερα, σκοπός του ήταν η αντιμετώπιση των προκλήσεων σε επίπεδο πιστωτικού κινδύνου και κινδύνου ρευστότητας με τις οποίες βρέθηκαν αντιμέτωπα τα ΑΚΧΑ κατά τη διάρκεια της κρίσης του 2008. Με την εναρμόνιση των βασικών χαρακτηριστικών προϊόντος που συνθέτουν ένα ΑΚΧΑ, το πλαίσιο καθιέρωσε επίσης ενιαίο επίπεδο προστασίας των επενδυτών μέσω κανόνων για τη διαχείριση της ρευστότητας και του κινδύνου ρευστότητας, συμπεριλαμβανομένων των αποθεμάτων ρευστότητας, των περιουσιακών στοιχείων στα οποία μπορούν να επενδύουν τα ΑΚΧΑ, της διαφοροποίησης, της αποτίμησης και της εσωτερικής αξιολόγησης της πιστωτικής ποιότητας. Ενίσχυσε επίσης τη διαφάνεια έναντι των επενδυτών και την εποπτεία, μεταξύ άλλων μέσω της υποβολής εμπεριστατωμένων εκθέσεων στις εθνικές αρμόδιες αρχές (ΕΑΑ).

Επιπλέον, ο κανονισμός για τα ΑΚΧΑ απαγορεύει ρητά την «εξωτερική στήριξη» ώστε να αποφευχθεί ο κίνδυνος μετάδοσης μεταξύ του τομέα των ΑΚΧΑ και του υπόλοιπου χρηματοπιστωτικού τομέα. Η πολιτική «Γνωρίστε τον πελάτη σας» υποχρεώνει τους διαχειριστές όλων των ειδών ΑΚΧΑ να προβλέπουν τις επιπτώσεις ταυτόχρονων εξαγορών από περισσότερους επενδυτές. Όλα τα διευθυντικά στελέχη πρέπει να προσαρμόζουν το πραγματικό επίπεδο ρευστότητας στις συγκεκριμένες ταμειακές ανάγκες των πελατών τους σε κάθε στιγμή των λογιστικών τους κύκλων.

Ο κανονισμός για τα ΑΚΧΑ δημιούργησε ένα νέο είδος ΑΚΧΑ, το ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας, για την αντικατάσταση των ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ που επενδύονται σε μη

13 Άρθρα 19 – 23 του κανονισμού (ΕΕ) 2017/1131 (κανονισμός για τα ΑΚΧΑ).

14 Άρθρα 8 – 18 του κανονισμού (ΕΕ) 2017/1131 (κανονισμός για τα ΑΚΧΑ).

15 Οδηγία 2009/65/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 13ης Ιουλίου 2009, για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ).

κρατικούς χρεωστικούς τίτλους. Όπως και τα ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους, τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας επιτρέπεται να χρησιμοποιούν τη λογιστική αποσβεσμένου κόστους για να προσφέρουν σταθερή τιμή εξαγοράς, αλλά μόνο εφόσον η αξία των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων δεν αποκλίνει κατά περισσότερο από 20 μονάδες βάσης από την αγοραία αξία των καθαρών περιουσιακών στοιχείων του αμοιβαίου κεφαλαίου[16]. Οι δύο αξίες δημοσιεύονται καθημερινά. Αν η απόκλιση υπερβαίνει τις 20 μονάδες βάσης, το ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας πρέπει να αλλάξει από σταθερή ΚΑΕ σε κυμαινόμενη ΚΑΕ[17].

Η συμμόρφωση με τον κανονισμό για τα ΑΚΧΑ προκάλεσε ορισμένες νομικές και λειτουργικές δαπάνες για τους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, οι οποίοι αναγκάστηκαν να μεταφέρουν υφιστάμενα κεφάλαια στο νέο καθεστώς, να αυξήσουν τη διαφάνεια, να βελτιώσουν τις οικείες διαδικασίες διαχείρισης κινδύνου και να παρακολουθούν στενά τις επενδύσεις τους και τον σχετικό πιστωτικό κίνδυνο και κίνδυνο ρευστότητας, ώστε να διασφαλιστεί η συμμόρφωση με τις απαιτήσεις ρευστότητας. Υπήρξαν επίσης επιπτώσεις σε επίπεδο κόστους για τρίτους διανομείς, πλατφόρμες και θεματοφύλακες. Οι επενδυτές ΑΚΧΑ χρειάστηκαν περαιτέρω χρόνο και πόρους προκειμένου να αναπτύξουν επενδυτικές πολιτικές, ελέγχους και εποπτεία σχετικά με το πλαίσιο, τα ταμειακά συστήματα και τις λογιστικές διαδικασίες, και προκειμένου να διασφαλίσουν την εξοικείωση των ελεγκτών με τις νέες δομές των ΑΚΧΑ από άποψη ταμειακών διαθεσίμων και ταμειακών ισοδυνάμων. Ωστόσο, τα αποτελέσματα της διαβούλευσης δεν κατέδειξαν υπερβολικό κόστος και δεν αποκάλυψαν σημαντικές δυνατότητες απλούστευσης.

Στη μελέτη της αγοράς του Οκτωβρίου 2020, η Ευρωπαϊκή Ένωση Διαχείρισης Κεφαλαίων και Περιουσιακών Στοιχείων επισήμανε ότι οι αυστηρές κανονιστικές απαιτήσεις που εισήγαγε ο κανονισμός για τα ΑΚΧΑ και το αυξημένο κόστος της κανονιστικής συμμόρφωσης οδήγησαν σε μείωση κατά 16 % του αριθμού των ΑΚΧΑ ΟΣΕΚΑ το πρώτο τρίμηνο του 2019, καθώς ορισμένοι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων επέλεξαν να καταργήσουν τα ΑΚΧΑ τους, ιδίως τα μικρά ΑΚΧΑ, ή να τα μετατρέψουν σε βραχυπρόθεσμα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια. Επιπλέον, ορισμένα αμοιβαία κεφάλαια δεν πληρούσαν πλέον τις αυστηρότερες κανονιστικές απαιτήσεις που επέβαλε ο κανονισμός για τα ΑΚΧΑ και, ως εκ τούτου, δεν μπορούσαν πλέον να χαρακτηριστούν ως ΑΚΧΑ. Παρά τη μείωση του αριθμού των ΑΚΧΑ, τα ευρωπαϊκά ΑΚΧΑ κατέγραψαν υψηλές καθαρές εισροές το 2019 και το 2020.

[16] Το χαρακτηριστικό γνώρισμα των ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους και των ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας είναι η στρογγυλοποίηση της ΚΑΕ στο 2ο δεκαδικό ψηφίο, η οποία, ωστόσο, είναι δυνατή μόνο εντός του περιθωρίου των 20 μονάδων βάσης για τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας (έναντι του 4ου δεκαδικού ψηφίου για τα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ). Η στρογγυλοποίηση σημαίνει ότι οι επενδυτές δεν χρειάζεται να αναγνωρίζουν τα πολύ μικρά μη πραγματοποιηθέντα κεφαλαιακά κέρδη και ζημίες στο χαρτοφυλάκιο κατά την εξαγορά μετοχών.

[17] Ο κανονισμός για τα ΑΚΧΑ επιβάλλει ορισμένους άλλους κανόνες χαρτοφυλακίου και αποτίμησης που αποσκοπούν στην προστασία των επενδυτών και στη σταθερότητα της χρηματοπιστωτικής αγοράς.

Πίνακας 1: Βασικά χαρακτηριστικά και διασφαλίσεις για τα ΑΚΧΑ της ΕΕ

	Βραχυπρόθεσμο ΑΚΧΑ			**Πρότυπο ΑΚΧΑ**
	Αμετάβλητη ΚΑΕ		**Κυμαινόμενη καθαρή αξία ενεργητικού (κυμαινόμενη ΚΑΕ)**	
Ονομασία	Σταθερή καθαρή αξία ενεργητικού δημόσιου χρέους (σταθερή ΚΑΕ δημόσιου χρέους)[18]	Καθαρή αξία ενεργητικού χαμηλής μεταβλητότητας (ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας)[19].	Βραχυπρόθεσμο ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ[20]	Πρότυπο ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ[21]
Δημόσιο χρέος	Τουλάχιστον 99,5 % σε δημόσιο χρέος, σε συμφωνίες αγοράς και επαναπώλησης που καλύπτονται με τίτλους δημόσιου χρέους και σε μετρητά	Επιτρέπεται		
Σταθμισμένη μέση ληκτότητα[22]	60 ημέρες κατ' ανώτατο όριο			6 μήνες κατ' ανώτατο όριο
Σταθμισμένη μέση διάρκεια ζωής[23]	120 ημέρες κατ' ανώτατο όριο			12 μήνες κατ' ανώτατο όριο
Ληκτότητα των περιουσιακών στοιχείων	397 ημέρες κατ' ανώτατο όριο			2 έτη κατ' ανώτατο όριο με επαναφορά 397 ημερών
Περιουσιακά στοιχεία ημερήσιας ωρίμανσης	Τουλάχιστον 10 %		Τουλάχιστον 7,5 %	
Περιουσιακά στοιχεία εβδομαδιαίας ωρίμανσης	Τουλάχιστον 30 % (εκ των οποίων οι τίτλοι δημόσιου χρέους περιορίζονται στο 17,5 %)		Τουλάχιστον 15 %	

[18] ΑΚΧΑ σταθερής καθαρής αξίας ενεργητικού δημόσιου χρέους, σύμφωνα με το άρθρο 2 σημείο 11 του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ.

[19] ΑΚΧΑ καθαρής αξίας ενεργητικού χαμηλής μεταβλητότητας, σύμφωνα με το άρθρο 2 σημείο 12 του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ.

[20] ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ το οποίο τελεί υπό διαχείριση ως βραχυπρόθεσμο ΑΚΧΑ, σύμφωνα με το άρθρο 2 σημείο 14 του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ

[21] ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ το οποίο τελεί υπό διαχείριση ως πρότυπο ΑΚΧΑ, σύμφωνα με το άρθρο 2 σημείο 15 του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ

[22] Όπως ορίζεται στο άρθρο 2 σημείο 19 του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ.

[23] Όπως ορίζεται στο άρθρο 2 σημείο 20 του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ.

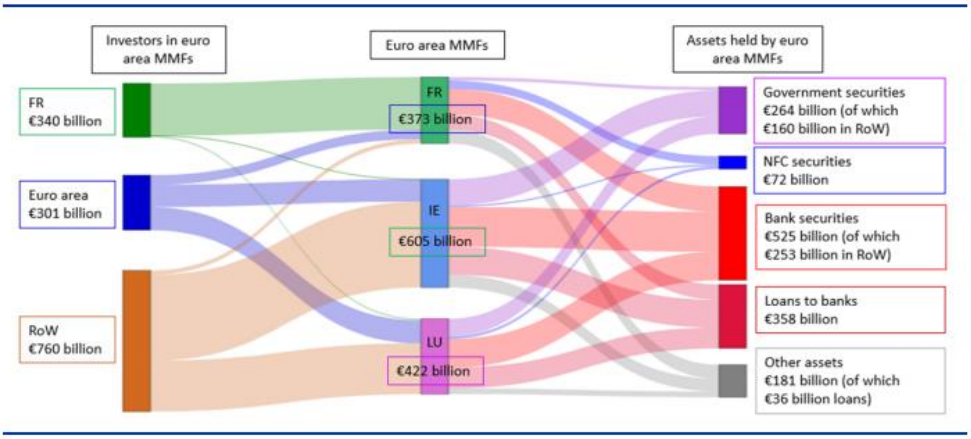
2.2. Η διάρθρωση της αγοράς σήμερα

Το άρθρο 46 παράγραφος 2 στοιχείο α) του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ απαιτεί από την Επιτροπή να αναλύσει την πείρα που αποκτήθηκε κατά την εφαρμογή του εν λόγω κανονισμού, καθώς και τις επιπτώσεις στους επενδυτές, στα ΑΚΧΑ και στους διαχειριστές ΑΚΧΑ στην Ένωση.

Τα ΑΚΧΑ της ζώνης του ευρώ διατηρούσαν συνολικά περιουσιακά στοιχεία ύψους περίπου 1,5 τρισ. EUR στο τέλος του 2021, κατανεμημένα μεταξύ σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους (11 % των συνολικών υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων), ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας (46 %), βραχυπρόθεσμης κυμαινόμενης ΚΑΕ (12 %) και πρότυπης κυμαινόμενης ΚΑΕ (31 %). Τα ΑΚΧΑ της ΕΕ εκφράζονται κυρίως σε EUR (42 %), USD (31 %) και GBP (22 %) και συγκεντρώνονται σε λίγες χώρες, κυρίως στην Ιρλανδία, το Λουξεμβούργο και τη Γαλλία, αντιπροσωπεύοντας αντίστοιχα το 42 %, το 26 % και το 25 % του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων που τελούν υπό τη διαχείριση ΑΚΧΑ της ΕΕ[24].

Τα ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους και τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας εκφράζονται κυρίως σε USD και GBP και είναι εγκατεστημένα στην Ιρλανδία και το Λουξεμβούργο. Τα ΑΚΧΑ σε EUR είναι κατά κύριο λόγο δομημένα ως πρότυπα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ και είναι κυρίως εγκατεστημένα στη Γαλλία (192 αμοιβαία κεφάλαια τον Δεκέμβριο του 2021).

Γράφημα 1: Ποιος επενδύει σε ΑΚΧΑ της ζώνης του ευρώ και πού επενδύουν στη συνέχεια τα εν λόγω ΑΚΧΑ;
Πηγή: ΕΚΤ, Μακροπροληπτικό δελτίο, Απρίλιος 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.

Εταιρικοί και θεσμικοί επενδυτές κατέχουν την πλειονότητα των μετοχών/μεριδίων ΑΚΧΑ της ζώνης του ευρώ, όπως φαίνεται στο γράφημα 2[25]. Οι επαγγελματίες επενδυτές αντιπροσωπεύουν το 95 % της ΚΑΕ για τα ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ και το 99 % για τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας. Για τα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ, το ποσοστό των ιδιωτών

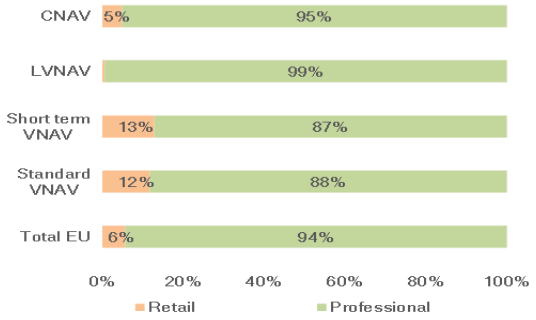
[24] Βλ. επίσης τις εκθέσεις της ESMA και του ΕΣΣΚ.
[25] ESMA, 8 Φεβρουαρίου 2023: «EU MMF market 2023» (Αγορά ΑΚΧΑ της ΕΕ 2023).

επενδυτών είναι ελαφρώς υψηλότερο —13 % και 12 % για τα βραχυπρόθεσμα και τα πρότυπα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ, αντίστοιχα[26].

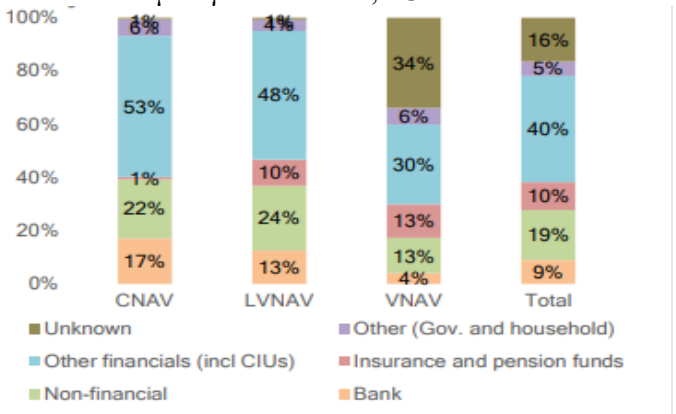
Όπως φαίνεται στο γράφημα 3, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι οι κύριοι επενδυτές σε ΑΚΧΑ διαφόρων ειδών, αντιπροσωπεύοντας το 59 % της ΚΑΕ, ενώ οι μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες αντιπροσωπεύουν το 19 % της ΚΑΕ.

Οι επενδυτές εκτός ΕΕ κατέχουν δεσπόζουσα θέση στο Λουξεμβούργο και την Ιρλανδία, όπως φαίνεται στο γράφημα 4. Οι επενδυτές εκτός ΕΕ αντιπροσωπεύουν πάνω από το 77 % της ΚΑΕ των ιρλανδικών ΑΚΧΑ και σχεδόν το 63 % για το Λουξεμβούργο. Στην περίπτωση των ιρλανδικών ΑΚΧΑ, πρόκειται κυρίως για επενδυτές με έδρα στο Ηνωμένο Βασίλειο (60 % των επενδυτών τους βάσει του ποσού που κατέχουν). Αυτό αντικατοπτρίζει τη σημασία των ΑΚΧΑ που εκφράζονται σε νομίσματα διαφορετικά από εκείνα της ΕΕ και είναι εγκατεστημένα σε αυτά τα κράτη μέλη. Αντίθετα, οι Γάλλοι εγχώριοι επενδυτές αντιπροσωπεύουν σχεδόν το 76 % της ΚΑΕ στη Γαλλία.

Γράφημα 2: Ιδιώτες επενδυτές έναντι επαγγελματιών επενδυτών σε ΑΚΧΑ (% της συνολικής ΚΑΕ)
Πηγή: Έκθεση της ESMA για την αγορά 2023

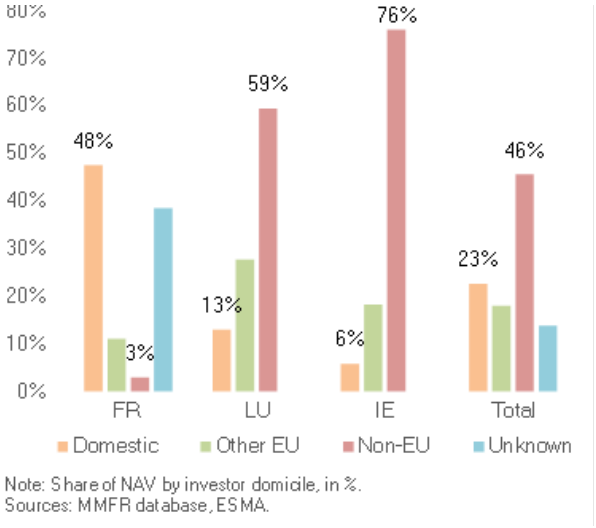


Γράφημα 3: Είδη επενδυτών ΑΚΧΑ ανά τομέα (% της συνολικής ΚΑΕ)
Πηγή: Βάση δεδομένων του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ, ESMA



[26] Αυτό οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στα ΑΚΧΑ που είναι εγκατεστημένα στη Γαλλία, για τα οποία το ποσοστό των ιδιωτών επενδυτών αντιπροσωπεύει το 12 % της ΚΑΕ λόγω της ύπαρξης προγραμμάτων αποταμίευσης εργαζομένων.

Γράφημα 4: Ποσοστό ΚΑΕ ανά έδρα επενδυτή (%)
Πηγή: Βάση δεδομένων του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ, ESMA



Οι συζητήσεις με τους επενδυτές ΑΚΧΑ και οι απαντήσεις που συγκεντρώθηκαν στο πλαίσιο της διαβούλευσης με τα ενδιαφερόμενα μέρη καταδεικνύουν ότι σημαντικότερα για την επενδυτική επιλογή των επενδυτών είναι τα ακόλουθα κριτήρια: ενδοημερήσια/ημερήσια ρευστότητα, διατήρηση του κεφαλαίου και διαφοροποίηση. Άλλα χαρακτηριστικά των ΑΚΧΑ της ΕΕ, όπως η ποιότητα του χαρτοφυλακίου ή το επίπεδο απόδοσης, αναφέρονται επίσης από τους επενδυτές ως σημαντικά στην επενδυτική τους επιλογή. Τα ΑΚΧΑ χρησιμοποιούνται κυρίως ως εργαλείο διαχείρισης ταμειακών διαθεσίμων.

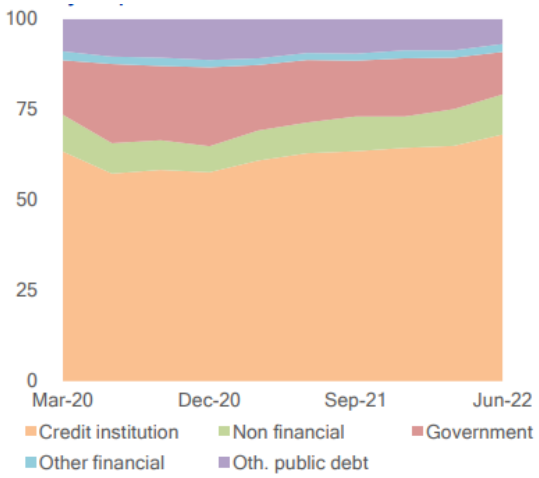
Οι μετοχές ΑΚΧΑ θεωρούνται «*ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα*» βάσει του λογιστικού προτύπου IAS7[27]. Αυτό ισχύει για τα ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ και ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας λόγω της σταθερής αξίας τους και της δυνατότητας εξαγορών εντός της ημέρας. Σε ορισμένες δικαιοδοσίες, αυτή η λογιστική μεταχείριση ισχύει και για τα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ. Οι απαντήσεις στη διαβούλευση της Επιτροπής δείχνουν ότι αν οι εταιρείες εξαναγκάζονταν να επενδύσουν σε άλλα μέσα με διαφορετικά χαρακτηριστικά θα δημιουργούνταν αβεβαιότητα όσον αφορά τη λογιστική μεταχείριση των εν λόγω προϊόντων ως «*ταμειακών διαθεσίμων ή ταμειακών ισοδυνάμων*» και θα περιορίζονταν επίσης οι επιλογές διαχείρισης ταμειακών διαθεσίμων των εταιρειών, καθώς άλλα μέσα ενδέχεται να μην προσφέρουν ενδοημερήσια ρευστότητα.

Τα ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους πρέπει να επενδύουν το 99,5 % των περιουσιακών στοιχείων τους σε δημόσιο χρέος, σε συμφωνίες αγοράς και επαναπώλησης που καλύπτονται με τίτλους δημόσιου χρέους και σε μετρητά. Τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας και τα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ επενδύουν κυρίως σε μέσα της χρηματαγοράς (67 % των συνολικών περιουσιακών τους στοιχείων), τα οποία συμπληρώνονται από καταθέσεις, συμφωνίες πώλησης και επαναγοράς και αγοράς και επαναπώλησης και άλλα βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία.

[27] Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1126/2008, Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 7, παράγραφος 6: «*Ταμειακά ισοδύναμα είναι οι βραχυπρόθεσμες, υψηλής ρευστότητας επενδύσεις, που είναι άμεσα μετατρέψιμες σε συγκεκριμένα ποσά ταμειακών διαθεσίμων και οι οποίες υπόκεινται σε ασήμαντο κίνδυνο μεταβολής της αξίας τους*».

Όπως φαίνεται στο γράφημα 5, τα ΑΚΧΑ της ΕΕ είναι κυρίως εκτεθειμένα στον χρηματοπιστωτικό τομέα, συμπεριλαμβανομένων των πιστωτικών ιδρυμάτων, των οποίων τα χρεόγραφα ανέρχονται σε ποσοστό άνω του 60 % του συνόλου των μέσων της χρηματαγοράς που κατέχονται από ΑΚΧΑ της ΕΕ. Τα ανοίγματα έναντι μη χρηματοπιστωτικών εταιρειών παραμένουν περιορισμένα (10 % των μέσων της χρηματαγοράς) και κατέχονται κυρίως από ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ[28]. Συνολικά, τα ΑΚΧΑ της ΕΕ κατέχουν μεταξύ 50 % και 70 % των εκφρασμένων σε ευρώ χρηματοοικονομικών εμπορικών χρεογράφων και διαπραγματεύσιμων πιστοποιητικών καταθέσεων[29] (ΣΧΣ, 2021).

Γράφημα 5: Τα μέσα της χρηματαγοράς που κατέχονται από ΑΚΧΑ είναι κυρίως εκτεθειμένα στον χρηματοπιστωτικό τομέα (% των διακρατούμενων μέσων της χρηματαγοράς)
Πηγή: Βάση δεδομένων του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ, Eikon, ΕΑΑ, ESMA



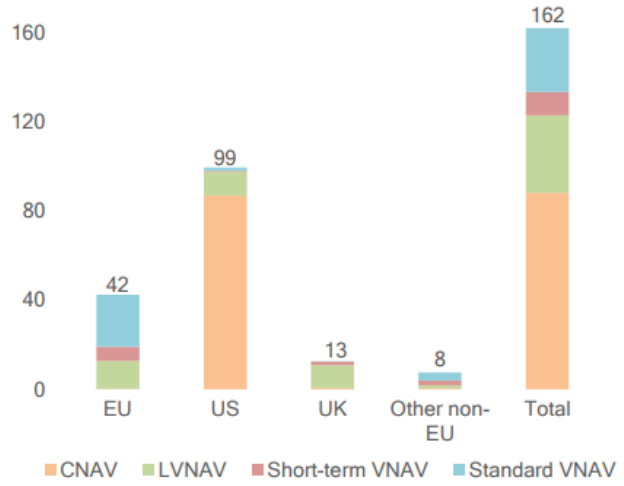
Όπως φαίνεται στο γράφημα 6, το μεγαλύτερο μέρος της έκθεσης των ΑΚΧΑ της ΕΕ σε δημόσιο χρέος αφορά κράτη εκτός ΕΕ (74 % των ανοιγμάτων σε κρατικούς χρεωστικούς τίτλους στο τέλος του 2021). Τα εν λόγω ανοίγματα κατέχονται κυρίως από ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ. Τα τελευταία μείωσαν σημαντικά τα κρατικά ομόλογα που κατέχουν από 62 % των συνολικών περιουσιακών στοιχείων τον Ιούνιο του 2021 σε 32 % τον Ιούνιο του 2022. Ταυτόχρονα, αύξησαν τα ανοίγματά τους στην αγορά συμφωνιών επαναγοράς, λόγω της προσδοκίας μεταβολής των επιτοκίων. Το μερίδιο των κρατικών ομολόγων στα χαρτοφυλάκια των ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας αυξήθηκε σημαντικά κατά τη διάρκεια του 2020, αλλά επανήλθε στη σύνθεση πριν από την πανδημία COVID-19 το 2021 και το πρώτο εξάμηνο του 2022. Τα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ έχουν συνήθως χαμηλότερο μερίδιο δημόσιου χρέους, κατά μέσο όρο 7 % των περιουσιακών στοιχείων τους[30].

[28] ESMA, 8 Φεβρουαρίου 2023: «EU MMF market 2023» (Αγορά ΑΚΧΑ της ΕΕ 2023).

[29] Πιστοποιητικά καταθέσεων: «πιστοποιητικό που εκδίδεται από τράπεζα και αναγνωρίζει κατάθεση στην εκάστοτε τράπεζα για συγκεκριμένη χρονική περίοδο με καθορισμένο επιτόκιο» (ΔΝΤ, 2003)

[30] Ό.π.

Γράφημα 6: Άνοιγμα σε δημόσιο χρέος, τέλος του 2021, σε δισ. EUR
Πηγή: Βάση δεδομένων του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ, ΕΑΑ, ESMA



2.3. Πρόσφατες εξελίξεις στην αγορά και διδάγματα που αντλήθηκαν

Τα τελευταία χρόνια το πλαίσιο για τα ΑΚΧΑ δοκιμάστηκε από διάφορα ακραία γεγονότα. Τον Μάρτιο του 2020, η πανδημία COVID-19 οδήγησε σε αιφνίδια αύξηση της ζήτησης για ασφαλή και ρευστά περιουσιακά στοιχεία τόσο στον χρηματοπιστωτικό όσο και στον μη χρηματοπιστωτικό τομέα. Η ρευστότητα της αγοράς επιδεινώθηκε σημαντικά σε ευρύ φάσμα αγορών και πυροδότησε πρωτοφανείς παρεμβάσεις από τις κεντρικές τράπεζες. Η αξία των κύριων χρηματιστηριακών δεικτών μειώθηκε πάνω από 30 % σε διάστημα αρκετών εβδομάδων και στις χρηματοπιστωτικές αγορές σημειώθηκε σημαντική αύξηση της μεταβλητότητας κατά τους πρώτους μήνες της πανδημίας. Λόγω της γενικότερης αβεβαιότητας, οι επενδυτές δίσταζαν να επενδύσουν στις χρηματοπιστωτικές αγορές, γεγονός που οδήγησε σε τεράστιες ζημίες αποτίμησης.

Τα εταιρικά ομόλογα και τα ΑΚΧΑ αντιμετώπισαν επίσης σημαντικές πιέσεις. Οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων αυξήθηκαν σημαντικά τον Φεβρουάριο και τον Μάρτιο του 2020. Τα ΑΚΧΑ με ανοίγματα σε ιδιωτικές αγορές, δηλαδή τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας και τα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ στην ΕΕ και τα ΑΚΧΑ Prime στις ΗΠΑ[31], κατέγραψαν υψηλές εκροές. Τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας που είναι εγκατεστημένα στην ΕΕ κατέγραψαν εκροές ύψους 51,4 δισ. EUR τον Μάρτιο του 2020[32] και αντιμετώπισαν προκλήσεις όσον αφορά την πώληση των εμπορικών τους χρεογράφων και πιστοποιητικών καταθέσεων, καθώς οι τράπεζες ήταν απρόθυμες ή δεν ήταν σε θέση να εξαγοράσουν τα εν λόγω χρεόγραφα, συμπεριλαμβανομένων των δικών τους χρεογράφων[33].

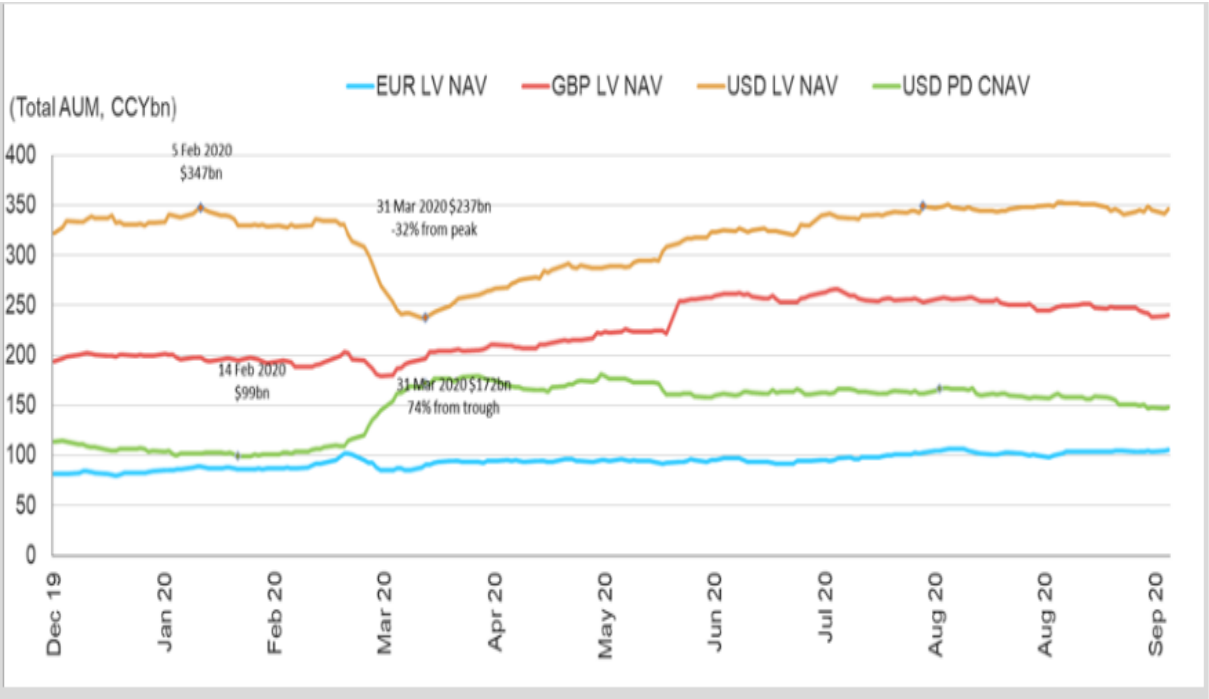
[31] Ένα ΑΚΧΑ Prime είναι ένα είδος αμοιβαίου κεφαλαίου της χρηματαγοράς των ΗΠΑ που επενδύει κυρίως σε μη κρατικούς τίτλους.

[32] ESMA, Σεπτέμβριος 2021, «Report on Trends, Risks and Vulnerabilities» (Έκθεση για τις τάσεις, τους κινδύνους και τα τρωτά σημεία), αριθ. 2, 2021.

[33] Τα εμπορικά χρεόγραφα και τα πιστοποιητικά καταθέσεων διακρατούνται συνήθως μέχρι τη λήξη τους και, ακόμη και αν έχουν πολύ σύντομη λήξη, η δευτερογενής αγορά τους δεν παρουσιάζει ρευστότητα, ακόμη και σε κανονικές περιόδους. Εν τω μεταξύ, τα ΑΚΧΑ αντιπροσωπεύουν σημαντικό ποσοστό της ζήτησης για τα εν λόγω μέσα.

Οι πιέσεις ήταν ιδιαίτερα έντονες για τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας σε USD, όπως φαίνεται στο γράφημα 7 και στη σχετική βιβλιογραφία[34]. Δεδομένου ότι οι διακρατήσεις τους σε περιουσιακά στοιχεία εβδομαδιαίας ωρίμανσης (ΠΣΕΩ) προσέγγιζαν το κανονιστικό ελάχιστο όριο του 30 %, ορισμένοι επενδυτές ενδέχεται να ανησύχησαν για την αυξανόμενη πιθανότητα οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων να κάνουν χρήση των διαθέσιμων εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας (π.χ. τέλη ρευστότητας ή όρια εξαγοράς). Οι ανησυχίες σχετικά με τη χρήση εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας ήταν ιδιαίτερα έντονες στην αγορά των ΗΠΑ, κάτι που μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι οι επενδυτές στην ΕΕ νιώθουν πολύ πιο άνετα με τα τέλη απ' ό,τι οι επενδυτές στις ΗΠΑ, λόγω της εξοικείωσής τους με τα τέλη στο πλαίσιο των ΟΣΕΚΑ. Όπως φαίνεται στο γράφημα 7, αυτό είχε ως αποτέλεσμα δευτερογενείς επιπτώσεις για τα ΑΚΧΑ που είναι εγκατεστημένα στην ΕΕ, με έναν συνδυασμό εξαγορών σε ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας εκφρασμένων σε USD και εγγραφών σε ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους σε USD παρόμοιου μεγέθους, κάτι που αντικατοπτρίζει ένα δυνητικό φαινόμενο υποκατάστασης [ή «φυγή προς την ποιότητα» (flight to quality)].

Γράφημα 7: Εξέλιξη των υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων διαφόρων τύπων ΑΚΧΑ περί τον Μάρτιο του 2020 Πηγή: Ευρωπαϊκή Ένωση Διαχείρισης Κεφαλαίων και Περιουσιακών Στοιχείων: στοιχεία από Fitch Ratings, iMoneyNet



[34] Όπως αναλύεται σε διάφορες εκθέσεις, μεταξύ άλλων στις προτάσεις πολιτικής για την ενίσχυση της ανθεκτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων της χρηματαγοράς που διατυπώθηκαν από το ΣΧΣ τον Οκτώβριο του 2021, στο ενημερωτικό σημείωμα του Ιουλίου 2021 για τις συστημικές ευπάθειες και τις προκαταρκτικές εκτιμήσεις πολιτικής για τη μεταρρύθμιση των αμοιβαίων κεφαλαίων της χρηματαγοράς (ΑΚΧΑ), και στο άρθρο της ΕΚΤ του Απριλίου 2021, με τίτλο «How effective is the EU Money Market Fund Regulation? Lessons from the COVID-19 turmoil» (Πόσο αποτελεσματικός είναι ο κανονισμός της ΕΕ για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς; Διδάγματα από την αναταραχή λόγω της νόσου COVID-19).

Τα στοιχεία[35] δείχνουν ότι τα ΑΚΧΑ με μικρό αριθμό ΠΣΕΩ κατέγραψαν υψηλότερες εκροές από τα ΑΚΧΑ με μεγάλο αριθμό ΠΣΕΩ. Η ανάλυση αυτή μπορεί να θεωρηθεί απόδειξη ότι οι θεσμικοί επενδυτές προέβησαν σε εξαγορές από ΑΚΧΑ για να αποφύγουν την επιβολή τελών και ορίων. Επιπλέον, μελέτες των Avalos και Xia (2021)[36], Darpeix (2021)[37] και Dunne και Giuliana (2021)[38] δείχνουν ότι οι δείκτες ρευστότητας ήταν βασικοί παράγοντες εξαγορών στην περίπτωση των ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας, αλλά όχι στην περίπτωση των ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ, γεγονός που καταδεικνύει πιθανές ανεπιθύμητες επιδράσεις κατωφλίου[39]. Δεδομένου του μεγέθους της κρίσης και της παγκόσμιας οικονομικής κατάστασης που προκλήθηκε από την πανδημία, οι μεγάλες κεντρικές τράπεζες έλαβαν σειρά μέτρων για τη στήριξη των κεφαλαιαγορών. Η στήριξη αυτή παρασχέθηκε μέσω των εξής τρόπων:

- αγορές πιστοποιητικών καταθέσεων και εμπορικών χρεογράφων σε εγχώριο νόμισμα με οριστικές πράξεις (ΕΚΤ[40], Τράπεζα της Αγγλίας[41], Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ) στην πρωτογενή ή στη δευτερογενή αγορά,
- επέκταση των αποδεκτών εξασφαλίσεων σε μη εξασφαλισμένα ομόλογα που εκδίδονται από τράπεζες (ΕΚΤ)
- και δανειοδοτικές διευκολύνσεις για τράπεζες για την αγορά περιουσιακών στοιχείων από ΑΚΧΑ (Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ)[42].

Ως αποτέλεσμα της παρέμβασης των κεντρικών τραπεζών, τα αιτήματα εξαγοράς επιβραδύνθηκαν και η ρευστότητα βελτιώθηκε στις υποκείμενες χρηματαγορές. Παρότι οι παρεμβάσεις αυτές αποσκοπούσαν κυρίως στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στο βάθος και τη ρευστότητα των αγορών βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης, ωφέλησαν επίσης έμμεσα τα ΑΚΧΑ της ΕΕ.

Η αναταραχή που σημειώθηκε στην αγορά τον Μάρτιο του 2020 έδειξε ότι ορισμένα τμήματα της χρηματοπιστωτικής αγοράς δεν ήταν σε θέση να απορροφήσουν σημαντικές και αιφνίδιες αυξήσεις των πιέσεων για πωλήσεις. Αυτό οφειλόταν ίσως και στο γεγονός ότι η

---

35 ESMA, 2021, «Report on Trends, Risks and Vulnerabilities» (Έκθεση για τις τάσεις, τους κινδύνους και τα τρωτά σημεία), αριθ. 1 2021.

36 Avalos, F. και Xia, D. (2021), «Investor size, liquidity and prime money market fund stress», BIS Quarterly Review Special Feature, σελίδες 17–29.

37 Darpeix, P.-E. και 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. και Raffaele, G. (2021), «Do liquidity limits amplify money market funds redemptions during the COVID crisis?», έγγραφο εργασίας του ΕΣΣΚ αριθ. 127.

39 ESMA, 14 Φεβρουαρίου 2022, ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation (Γνώμη της ESMA σχετικά με την επανεξέταση του κανονισμού για τα αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς).

40 Τον Μάρτιο του 2020, η ΕΚΤ ανακοίνωσε περαιτέρω στήριξη των χρηματαγορών του ευρώ, επεκτείνοντας το υφιστάμενο πρόγραμμα αγοράς εταιρικών χρεογράφων ώστε να συμπεριληφθούν εκφρασμένα σε ευρώ μη χρηματοοικονομικά εμπορικά χρεόγραφα με εναπομένουσα ληκτότητα μόλις 28 ημερών (μειωμένη σε σχέση με το προηγούμενο ελάχιστο όριο των 6 μηνών). Ως εκ τούτου, το πρόγραμμα αγοράς εταιρικών χρεογράφων της ΕΚΤ ωφέλησε τα ΑΚΧΑ σε τοπικό νόμισμα μόνο έμμεσα, συμβάλλοντας στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στις υποκείμενες αγορές σε EUR.

41 Paolo Cavallino και Fiorella De Fiore, 5 Ιουνίου 2020, «Central banks' response to COVID-19 in advanced economies», BIS Bulletin αριθ. 21

42 Ωστόσο, τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας της ΕΕ σε USD δεν ήταν αποδεκτά για τις διευκολύνσεις της ΕΚΤ και τη διευκόλυνση ρευστότητας αμοιβαίων κεφαλαίων (MMLF) της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ και αρχικά κατέγραψαν εκροές, αλλά ανέκαμψαν γρήγορα μετά τις ανακοινώσεις της κεντρικής τράπεζας.

προσφορά ρευστότητας από τους χρηματιστές ήταν πιο περιορισμένη και ανταποκρινόταν λιγότερο σε αιφνίδιες αυξήσεις της ζήτησης απ' ό,τι πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2008. Ωστόσο, κανένα ΑΚΧΑ της ΕΕ δεν χρειάστηκε να επιβάλει τέλη εξαγοράς ή όρια εξαγοράς ή να αναστείλει τις εξαγορές τον Μάρτιο του 2020. Επιπλέον, κανένα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας δεν υπερέβη τα όρια που καθορίζονται στον κανονισμό για τα ΑΚΧΑ όσον αφορά τη μετατροπή σε ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ (η απόκλιση της ΚΑΕ της αγοράς από τη σταθερή ΚΑΕ προσέγγισε το όριο των 20 μονάδων βάσης για ορισμένα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας σε USD). Ωστόσο, τα αποτελέσματα αυτά θα πρέπει να ερμηνευθούν προσεκτικά και να ενταχθούν στο συγκεκριμένο πλαίσιο, δεδομένων των παρεμβάσεων των κεντρικών τραπεζών που στήριξαν τις αγορές.

Από τον Φεβρουάριο του 2022, η εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία και οι σχετικές γεωπολιτικές εντάσεις έχουν επηρεάσει τις χρηματοπιστωτικές αγορές, ιδίως τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων και τα συναφή παράγωγα προϊόντα. Δεδομένου ότι τα ΑΚΧΑ της ΕΕ επενδύουν σε περιουσιακά στοιχεία με υψηλή ρευστότητα, βραχυπρόθεσμη ληκτότητα και ελάχιστο πιστωτικό κίνδυνο, δεν κατέγραψαν σημαντικές ζημίες ή εκροές. Τα ΑΚΧΑ προσαρμόστηκαν στην κατάσταση ανακατευθύνοντας τις τοποθετήσεις τους προς μέσα ακόμη πιο βραχυπρόθεσμης ληκτότητας, τα οποία είναι λιγότερο εκτεθειμένα στον κίνδυνο επιτοκίου[43], και αυξάνοντας τη ρευστότητά τους. Υπάρχουν ορισμένες ενδείξεις έμμεσων επιπτώσεων από επενδυτές που πωλούν άλλα περιουσιακά στοιχεία ή αντιμετωπίζουν απαιτήσεις κάλυψης περιθωρίου και αξιοποιούν ΑΚΧΑ της ΕΕ για να αποθηκεύουν ή να έχουν πρόσβαση σε ρευστότητα. Ωστόσο, οι εισροές και οι εκροές φαίνονταν μάλλον ισορροπημένες και κανένα ΑΚΧΑ της ΕΕ δεν χρειάστηκε να εισαγάγει τέλη εξαγοράς ή να αναστείλει τις εξαγορές στην περίπτωση αυτή.

Τον Σεπτέμβριο του 2022, οι ακραίες συνθήκες στην αγορά του Ηνωμένου Βασιλείου επηρέασαν επίσης τα ΑΚΧΑ της ΕΕ με σημαντική έκθεση σε περιουσιακά στοιχεία του Ηνωμένου Βασιλείου και/ή με επενδυτές από το Ηνωμένο Βασίλειο (κυρίως τα ιρλανδικά ΑΚΧΑ, για τα οποία περίπου το 60 % της επενδυτικής τους βάσης προέρχεται από το Ηνωμένο Βασίλειο). Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία, υπήρξε έμμεσος αντίκτυπος στα ΑΚΧΑ σε GBP, ο οποίος συνδεόταν κυρίως με την ανάγκη των επενδυτών για ταχεία πρόσβαση σε ρευστότητα έπειτα από αυξημένες απαιτήσεις κάλυψης περιθωρίου και αναγκαστικές πωλήσεις, ιδίως από αμοιβαία κεφάλαια με επενδυτικές στρατηγικές βασισμένες στις υποχρεώσεις[44]. Για ορισμένα ΑΚΧΑ σε GBP αυξήθηκαν οι εκροές (πέντε αμοιβαία κεφάλαια κατέγραψαν σωρευτικές εκροές άνω του 10 %)[45] λίγο μετά την ανακοίνωση του «μίνι προϋπολογισμού» του Ηνωμένου Βασιλείου στις 23 Σεπτεμβρίου 2022.

Η κατάσταση αντιστράφηκε γρήγορα μετά την παρέμβαση της Τράπεζας της Αγγλίας για τη στήριξη της αγοράς κρατικών ομολόγων. Τον Οκτώβριο του 2022, τα ΑΚΧΑ της ΕΕ σε GBP κατέγραψαν εισροές σχεδόν 30 %. Επιπλέον, κατά τη διάρκεια της τελευταίας εβδομάδας του

---

43 Τα περιουσιακά στοιχεία με μικρότερη διάρκεια αντιμετωπίζουν μικρότερη μεταβολή της τιμής μετά από διαταραχή των επιτοκίων. Κατά μέσο όρο, τα ΑΚΧΑ έχουν μειώσει σημαντικά τη σταθμισμένη μέση ληκτότητά τους, φθάνοντας σε χαμηλό επίπεδο 10ετίας (19 ημέρες) σε σχέση με τα προηγούμενα επίπεδα (κοντά στις 50 ημέρες) στα τέλη του 2020 και το 2021.

44 Οι στρατηγικές αυτές χρησιμοποιήθηκαν κυρίως από συνταξιοδοτικά ταμεία προκαθορισμένων παροχών, τα οποία χρησιμοποίησαν μόχλευση για να μπορούν να αντιστοιχίσουν τα περιουσιακά στοιχεία με τις υποχρεώσεις τους σε ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων.

45 ESMA, Φεβρουάριος 2023, «Report on Trends, Risks and Vulnerabilities» (Έκθεση για τις τάσεις, τους κινδύνους και τα τρωτά σημεία), αριθ. 1, 2023.

Σεπτεμβρίου 2022, τα ΑΚΧΑ της ΕΕ σε GBP έλαβαν μέτρα για την ενίσχυση της ανθεκτικότητάς τους, αυξάνοντας το ποσοστό των ρευστών περιουσιακών στοιχείων στα χαρτοφυλάκιά τους, με σημαντική αύξηση τόσο των ημερήσιων όσο και των εβδομαδιαίων επιπέδων ρευστότητας[46].

Παρότι ένα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας παραλίγο να παραβιάσει το κανονιστικό όριο για την απόκλιση ΚΑΕ, φαίνεται ότι ο τομέας συνολικά ήταν ανθεκτικός και εκπλήρωσε τον ρόλο του όσον αφορά την παροχή βραχυπρόθεσμης αποθήκευσης ρευστότητας. Η περίπτωση επενδύσεων που βασίζονται στις υποχρεώσεις αναδεικνύει τον ρόλο των ΑΚΧΑ ως φορέων διαχείρισης ρευστότητας για θεσμικούς επενδυτές. Καταδεικνύει επίσης τη σημασία της διαφύλαξης της ανθεκτικότητας του κλάδου των ΑΚΧΑ σε διάφορους τύπους οικονομικών κλυδωνισμών.

Τον Μάρτιο του 2023, δεν παρατηρήθηκε σημαντικός αντίκτυπος στα ΑΚΧΑ της ΕΕ μετά την αναταραχή στον τραπεζικό τομέα. Στις ΗΠΑ, η κατάρρευση της Silicon Valley Bank οδήγησε ορισμένους καταθέτες να αμφισβητήσουν την ασφάλεια των τραπεζικών καταθέσεων, ιδίως εκείνων που υπερβαίνουν το κανονιστικό όριο προστασίας. Αυτό οδήγησε σε στροφή προς τα ΑΚΧΑ των ΗΠΑ, τα οποία πρόσφεραν υψηλότερες αποδόσεις και μεγαλύτερη ευελιξία. Επιπλέον, η τραπεζική αναταραχή είχε ως αποτέλεσμα αυξημένες εισροές στον μηχανισμό συμφωνιών αγοράς και επαναπώλησης εντός μίας ημέρας (ON RRP) της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ κατά τις τελευταίες εβδομάδες του Μαρτίου του 2023. Μετά την εξαγορά της Credit Suisse από την UBS, τα ΑΚΧΑ της ΕΕ κατέγραψαν επίσης σημαντικές εισροές, συμπεριλαμβανομένων 17,7 δισ. EUR σε ΑΚΧΑ εκφρασμένα σε ευρώ τον Μάρτιο του 2023, γεγονός που θα μπορούσε να αποτελεί ένδειξη ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά θεωρούν ανθεκτικό τον τομέα των ΑΚΧΑ της ΕΕ.

3. ΕΠΑΡΚΕΙΑ ΤΟΥ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ ΓΙΑ ΤΑ ΑΚΧΑ ΑΠΟ ΑΠΟΨΗ ΠΡΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΕΠΟΠΤΕΙΑΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΠΟΨΗ

Στην επόμενη ενότητα εξετάζεται η επάρκεια του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ από άποψη προληπτικής εποπτείας και οικονομική άποψη, σύμφωνα με τις απαιτήσεις του άρθρου 46 παράγραφος 2 του εν λόγω κανονισμού.

Τα ΑΚΧΑ αποτελούν μια διακριτή κατηγορία επενδυτικών κεφαλαίων, τα οποία συνδέονται στενά, αφενός, με επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην πραγματική οικονομία και τον τραπεζικό τομέα και, αφετέρου, με βασικά τμήματα των χρηματοπιστωτικών αγορών. Επιτελούν σημαντική διττή οικονομική λειτουργία ως εργαλείο διαχείρισης ρευστότητας και εργαλείο διαχείρισης ταμειακών διαθεσίμων και ως μέσο βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης για χρηματοπιστωτικές και μη χρηματοπιστωτικές οντότητες. Δεν είναι ομοιογενή και η δομή και τα χαρακτηριστικά κινδύνου τους διαφέρουν μεταξύ των δικαιοδοσιών[47].

[46] ESMA, Φεβρουάριος 2023, «Report on Trends, Risks and Vulnerabilities» (Έκθεση για τις τάσεις, τους κινδύνους και τα τρωτά σημεία), αριθ. 1, 2023.

[47] ΣΧΣ, 11 Οκτωβρίου 2021, Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience (Προτάσεις πολιτικής για την ενίσχυση της ανθεκτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων της χρηματαγοράς).

3.1. ΑΚΧΑ και χρεόγραφα τα οποία τα εκδίδουν ή τα εγγυώνται τα κράτη μέλη της ΕΕ.

Το άρθρο 46 παράγραφος 2 στοιχείο β) και γ) του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ απαιτεί από την Επιτροπή να αξιολογεί τον ρόλο που διαδραματίζουν τα ΑΚΧΑ στην αγορά χρεογράφων τα οποία τα εκδίδουν ή τα εγγυώνται τα κράτη μέλη και να λαμβάνει υπόψη τα χαρακτηριστικά του εν λόγω χρεογράφου και τον ρόλο του στη χρηματοδότηση των κρατών μελών.

Λόγω της συγκριτικά χαμηλής ρευστότητας και της μακράς ληκτότητας των χρεογράφων τα οποία εκδίδουν ή εγγυώνται τα κράτη μέλη της ΕΕ, τα ΑΚΧΑ της ΕΕ δεν επενδύουν σημαντικά σε τέτοιου είδους τίτλους. Αντ' αυτού, το μεγαλύτερο μέρος της έκθεσης των ΑΚΧΑ της ΕΕ σε κρατικούς χρεωστικούς τίτλους αφορά κράτη εκτός ΕΕ (119 δισ. EUR στο τέλος του 2021, 74 % των συνολικών ανοιγμάτων σε κρατικούς τίτλους). Ειδικότερα, οι κρατικοί χρεωστικοί τίτλοι των ΗΠΑ αντιπροσωπεύουν σχεδόν εξ ολοκλήρου τις διακρατήσεις κρατικών ομολόγων από ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ (88 δισ. EUR στο τέλος του 2021). Όσον αφορά τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας, οι κρατικοί χρεωστικοί τίτλοι της ΕΕ αντιπροσώπευαν το 36 % των ανοιγμάτων τους σε κρατικά ομόλογα στο τέλος του 2021, ενώ τα κρατικά ομόλογα του Ηνωμένου Βασιλείου και των ΗΠΑ αντιπροσώπευαν περίπου το 60 %. Σε αντίθεση με άλλα είδη ΑΚΧΑ, η πλειονότητα των διακρατήσεων κρατικών χρεωστικών τίτλων από ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ είναι μέσα της ΕΕ, αντιπροσωπεύοντας πάνω από το 75 % των ανοιγμάτων τους σε κρατικούς χρεωστικούς τίτλους στο τέλος του 2021[48]. Ωστόσο, τα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ κατέχουν γενικά χαμηλότερο ποσοστό κρατικών χρεωστικών τίτλων σε σύγκριση με άλλα είδη ΑΚΧΑ (μόνο το 7 % των περιουσιακών στοιχείων τους).

Σύμφωνα με τον κανονισμό για τα ΑΚΧΑ, το δημόσιο χρέος με μεγαλύτερη εναπομένουσα ληκτότητα[49] μπορεί να αντιπροσωπεύει έως και 17,5 ποσοστιαίες μονάδες του 30 % των απαιτούμενων περιουσιακών στοιχείων εβδομαδιαίας ωρίμανσης για ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας ή για ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους. Οι συμμετέχοντες στη διαβούλευση αναφέρουν ότι το ανώτατο όριο του 17,5 % φαίνεται να μην είναι σύμφωνο με τη μεταχείριση του δημόσιου χρέους σε άλλα νομοθετικά πλαίσια (ενότητα 3.2). Ωστόσο, ο κανονισμός για τα ΑΚΧΑ επιτρέπει στα ΑΚΧΑ να επενδύουν έως και το 100 % των περιουσιακών στοιχείων τους σε κρατικούς χρεωστικούς τίτλους και οι περιορισμοί επικεντρώνονται αποκλειστικά στα αποθέματα ρευστότητας των ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας και των ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους λόγω της μεγαλύτερης ληκτότητας και της υψηλότερης μεταβλητότητας των εν λόγω περιουσιακών στοιχείων σε σύγκριση με τα περιουσιακά στοιχεία εβδομαδιαίας ωρίμανσης. Οι απαντήσαντες στη διαβούλευση αναφέρουν επίσης ότι πολλοί επενδυτές χρησιμοποιούν ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους λόγω απροθυμίας ή αδυναμίας πραγματοποίησης επενδύσεων σε χαρτοφυλάκια πιστώσεων. Αυτό οφείλεται συνήθως σε συγκεκριμένες απαιτήσεις εξασφαλίσεων, κεφαλαιακές απαιτήσεις ή κανονιστικές απαιτήσεις, π.χ. απαιτήσεις εξασφάλισης των ταμειακών θέσεων μόνο με δημόσιο χρέος, ή κανονιστικές απαιτήσεις όπως ρευστά περιουσιακά στοιχεία υψηλής ποιότητας. Άλλοι επενδυτές αναφέρουν ότι, ενώ οι επενδύσεις σε ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους πραγματοποιούνται για σκοπούς

[48] ESMA, 8 Φεβρουαρίου 2023: «EU MMF market 2023» (Αγορά ΑΚΧΑ της ΕΕ 2023).

[49] Εφόσον έχουν υψηλή ρευστότητα και μπορούν να εξαγοραστούν και να διακανονιστούν εντός μίας εργάσιμης ημέρας, τα εν λόγω περιουσιακά στοιχεία μπορούν να προσμετρώνται στα περιουσιακά στοιχεία εβδομαδιαίας ωρίμανσης με εναπομένουσα ληκτότητα έως 190 ημέρες.

διαφοροποίησης, το μέγεθος αυτών των αγορών δεν είναι αρκετά μεγάλο ώστε να καλύπτονται οι ανάγκες διαχείρισης ταμειακών διαθεσίμων ορισμένων επενδυτών.

3.2. Ενιαίοι ορισμοί της υψηλής και της εξαιρετικά υψηλής ρευστότητας και της πιστωτικής ποιότητας των μεταβιβάσιμων περιουσιακών στοιχείων

Το άρθρο 46 παράγραφος 2 στοιχείο δ) του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ απαιτεί από την Επιτροπή να λαμβάνει υπόψη την έκθεση που αναφέρεται στο άρθρο 509 παράγραφος 3 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 575/2013.

Το άρθρο 509 παράγραφος 3 του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 575/2013 ανέθεσε στην ΕΑΤ την υποβολή έκθεσης στην Επιτροπή σχετικά με τη θέσπιση κατάλληλων ενιαίων ορισμών της υψηλής και της εξαιρετικά υψηλής ρευστότητας και της πιστωτικής ποιότητας των μεταβιβάσιμων περιουσιακών στοιχείων. Οι τράπεζες επενδύουν στα εν λόγω περιουσιακά στοιχεία για να συμμορφωθούν με τις κανονιστικές απαιτήσεις ρευστότητας βάσει των κανόνων που ορίζονται από την Επιτροπή της Βασιλείας για την τραπεζική εποπτεία.

Η ΕΑΤ εξέδωσε την εν λόγω έκθεση στις 20 Δεκεμβρίου 2013[50], ενώ συνέστησε τη συμπλήρωση των εμπειρικών συμπερασμάτων της με ποιοτική κρίση / κρίση εμπειρογνωμόνων, βάσει επίσης εποπτικών συμβουλών. Με βάση την εμπειρική ανάλυση ενός ευρέος φάσματος χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην ΕΕ, η ΕΑΤ διέκρινε μεταξύ περιουσιακών στοιχείων υψηλής ρευστότητας και ποιότητας και περιουσιακών στοιχείων εξαιρετικά υψηλής ρευστότητας και ποιότητας. Σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα, η ΕΑΤ συνέστησε όλα τα ομόλογα τα οποία τα εκδίδουν ή τα εγγυώνται κράτη του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου και κεντρικές τράπεζες στο εγχώριο νόμισμα, καθώς και εκείνα τα οποία τα εκδίδουν ή τα εγγυώνται υπερεθνικά ιδρύματα, να θεωρούνται μεταβιβάσιμα περιουσιακά στοιχεία εξαιρετικά υψηλής ρευστότητας και πιστωτικής ποιότητας.

Η διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας για τους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων περιλαμβάνει μια σειρά διασφαλίσεων: κλιμακωτές ληκτότητες, ιδίως για λιγότερο ρευστά περιουσιακά στοιχεία, κατηγορίες ημερήσιας και εβδομαδιαίας ρευστότητας ανάλογα με τη ληκτότητα των περιουσιακών στοιχείων του χαρτοφυλακίου, κανόνες σχετικά με την πιστωτική ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων, γνώση της βάσης των επενδυτών ΑΚΧΑ, και κανόνες σχετικά με τη συμπεριφορά και τη ρευστότητα των περιουσιακών στοιχείων και τη συσχέτισή τους. Από το 2017 έχει δοθεί αυξημένη προσοχή στην ενίσχυση της διαχείρισης του κινδύνου ρευστότητας, μεταξύ άλλων μέσω εργασιών για τη διεξαγωγή προσομοιώσεων ακραίων καταστάσεων για τα ΑΚΧΑ, για τη διαφάνεια και την εποπτεία, τον ορισμό των ρευστών περιουσιακών στοιχείων και την αποδοχή περιουσιακών στοιχείων για τις απαιτήσεις ρευστότητας.

Σύμφωνα με τους κανόνες διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων της ΕΕ, η ρευστότητα ενός περιουσιακού στοιχείου δεν μπορεί να τεκμαίρεται αυτομάτως και πρέπει να διενεργείται κατάλληλος έλεγχος ρευστότητας. Για τον σκοπό αυτό, οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων πρέπει να εφαρμόζουν κατάλληλη διαδικασία διαχείρισης κινδύνου, η οποία επανεξετάζεται συστηματικά και προσαρμόζεται στις επενδυτικές στρατηγικές τους και στο είδος των επενδυτών (πολιτική «Γνωρίστε τον πελάτη σας»). Η ρευστότητα και η πιστωτική

[50] Άξονας εργασίας 5 (WS 5): Έκθεση σχετικά με την αναλογία κάλυψης ρευστότητας (LCR) σύμφωνα με το άρθρο 481 παράγραφος 1 του κανονισμού για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις (ΚΚΑ) (europa.eu).

ποιότητα μετρώνται κατά περίπτωση στο επίπεδο των χρηματοπιστωτικών μέσων και του συνολικού χαρτοφυλακίου.

Ως εκ τούτου, ενώ ορισμένα περιουσιακά στοιχεία μπορεί να θεωρηθούν υψηλής ή εξαιρετικά υψηλής ρευστότητας βάσει του τραπεζικού πλαισίου της ΕΕ, αυτό μπορεί να μην ισχύει αυτομάτως στο πλαίσιο των ΑΚΧΑ, και θα απαιτείται κατά περίπτωση ανάλυση για τον προσδιορισμό της ρευστότητας και της πιστωτικής ποιότητας των περιουσιακών στοιχείων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου.

3.3. Αντίκτυπος του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ στις αγορές βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης

Το άρθρο 46 παράγραφος 2 στοιχείο ε) του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ απαιτεί από την Επιτροπή να λαμβάνει υπόψη τον αντίκτυπο του εν λόγω κανονισμού στις αγορές βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης.

Τα ΑΚΧΑ αποτελούν μέρος του ευρύτερου οικοσυστήματος βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης. Η αναταραχή τον Μάρτιο του 2020 αποκάλυψε ορισμένα διαρθρωτικά τρωτά σημεία, κενά δεδομένων και κανονιστικές αβεβαιότητες στις ευρωπαϊκές αγορές βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης. Παρότι δεν εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ, τα ανωτέρω εξακολουθούν να είναι σημαντικά για την εύρυθμη λειτουργία των ΑΚΧΑ της ΕΕ.

Η αγορά βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης είναι μια αγορά με διαμεσολάβηση εξωχρηματιστηριακών διαπραγματευτών. Υπάρχουν στοιχεία που αποδεικνύουν ότι αυτή η αγορά βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης είναι κατακερματισμένη και αδιαφανής[51]. Τα σχετικά στοιχεία είναι διάσπαρτα σε πολλαπλούς τόπους διαπραγμάτευσης, κανένας από τους οποίους δεν είναι σε θέση να παράσχει ολοκληρωμένη εικόνα της αγοράς λόγω μερικής υποβολής στοιχείων, ασαφούς πεδίου δράσης, ασυνεπών ορολογιών κ.λπ.

Η μελέτη δείχνει επίσης ότι η δραστηριότητα της δευτερογενούς αγοράς (προσφορά, ζήτηση, τιμή, όγκος κ.λπ.) είναι σχεδόν εντελώς αδιαφανής. Αυτό καθιστά δυσχερή την εξεύρεση τιμών, δημιουργεί ανεπάρκειες σε αυτές τις αγορές και οδηγεί σε δυσκολίες για τα ΑΚΧΑ όσον αφορά την κατάλληλη παρακολούθηση των κινδύνων σε ακραίες καταστάσεις. Εμποδίζει επίσης τις ρυθμιστικές αρχές να αξιολογούν με ακρίβεια τη διαρθρωτική ρευστότητα της αγοράς. Η ενίσχυση της διαφάνειας θα μπορούσε να συμβάλει στο να καταστούν οι αγορές βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης δυναμικότερες και ανθεκτικότερες, με αποτέλεσμα να μειωθεί επίσης ο κίνδυνος που συνδέεται με τα ΑΚΧΑ σε περίπτωση ακραίων καταστάσεων.

Οι περισσότεροι συμμετέχοντες στη διαβούλευση, συμπεριλαμβανομένων όσων απάντησαν από τον χρηματοπιστωτικό τομέα και των εποπτικών αρχών, επισήμαναν την ανάγκη να αυξηθεί η διαφάνεια και να διευκολυνθεί η εξεύρεση τιμών στις αγορές βραχυπρόθεσμων κινητών αξιών, απαιτώντας περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το τι αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης και σχετικά με τα εκκρεμή ποσά.

[51] Darpeix, P., Μάρτιος 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.

Επιπλέον, δεδομένης της χαμηλότερης ρευστότητας και της αδιαφάνειας αυτής της αγοράς, υπάρχει κίνδυνος οι πιέσεις στην αγορά να μεταδοθούν σε άλλα ΑΚΧΑ στο πλαίσιο της λεγόμενης δυναμικής μετάδοσης. Προκειμένου να ικανοποιούνται τα αιτήματα εξαγοράς, τα ΑΚΧΑ πρέπει να επενδύουν σε επαρκώς ρευστά περιουσιακά στοιχεία. Στα εν λόγω ρευστά μέσα περιλαμβάνονται συμφωνίες αγοράς και επαναπώλησης (συχνά εντός μίας ημέρας), γραμμάτια του Δημοσίου και τραπεζικές καταθέσεις. Άλλα μέσα (πιστοποιητικά καταθέσεων, εμπορικά χρεόγραφα) δεν μπορούν πάντα να πωληθούν γρήγορα (καθώς συνήθως διακρατούνται μέχρι τη λήξη τους και οι δευτερογενείς αγορές δεν έχουν αρκετό βάθος, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η επίδραση των τιμών σε περίπτωση πώλησής τους), αλλά έχουν πολύ μικρή ληκτότητα. Σε περίπτωση μαζικής φυγής, τα ΑΚΧΑ χρησιμοποιούν πρώτα τα έσοδα των περιουσιακών στοιχείων που λήγουν ή τερματίζουν τις οικείες πράξεις αγοράς και επαναπώλησης ώστε να ανταποκριθούν σε αιτήματα εξαγοράς. Αν συνεχιστεί η μαζική φυγή, τα ΑΚΧΑ πωλούν τα ρευστά περιουσιακά τους στοιχεία χωρίς περαιτέρω επενδύσεις σε βραχυπρόθεσμα μέσα, γεγονός που θα οδηγούσε σε αιφνίδια εξάντληση των πηγών χρηματοδότησης για τις εταιρείες.

Κατ' αρχήν, αυτή η δυναμική μετάδοσης θα μπορούσε να αποφευχθεί αν τα ΑΚΧΑ μπορούσαν να επενδύσουν τα ταμειακά διαθέσιμά τους σε μέσα για τα οποία η ταχεία απόσυρση δεν θα οδηγούσε σε μετάδοση στην αγορά. Ένα μέσο που πληροί την απαίτηση αυτή θα ήταν η κατάθεση στην ίδια την κεντρική τράπεζα. Περιπτωσιολογική μελέτη μιας τέτοιας ρύθμισης απαντάται στις ΗΠΑ, όπου τα ΑΚΧΑ μπορούν να τοποθετούν το ταμειακό πλεόνασμά τους στον μηχανισμό συμφωνιών αγοράς και επαναπώλησης εντός μίας ημέρας (ON RRP) της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ. Εκτός από την πρόληψη της δυναμικής μετάδοσης σε καταστάσεις σοβαρής έλλειψης ρευστότητας, ο εν λόγω μηχανισμός θέτει επίσης τον τομέα των ΑΚΧΑ των ΗΠΑ σε πλεονεκτική θέση σε σύγκριση με τα ΑΚΧΑ της ΕΕ όσον αφορά την ευελιξία στη διαχείριση των εισροών ρευστότητάς τους[52]. Παράδειγμα αποτελεί η τραπεζική κρίση που προκλήθηκε από την κατάρρευση της Silicon Valley Bank, η οποία οδήγησε σε αύξηση των εισροών στα ΑΚΧΑ των ΗΠΑ, με αποτέλεσμα την επακόλουθη αύξηση της χρήσης του μηχανισμού της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ κατά τις τελευταίες εβδομάδες του Μαρτίου του 2023. Έως τον Μάρτιο του 2023, τα ΑΚΧΑ και άλλοι επιλέξιμοι συμμετέχοντες διατηρούσαν πάνω από 2,3 τρισ. USD στον εν λόγω μηχανισμό[53].

3.4. Κανονιστικές εξελίξεις σε διεθνές επίπεδο

Το άρθρο 46 παράγραφος 2 στοιχείο στ) του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ απαιτεί από την Επιτροπή να λαμβάνει υπόψη τις κανονιστικές εξελίξεις σε διεθνές επίπεδο.

Γεγονότα που σχετίζονταν με την πανδημία έδωσαν ισχυρή ώθηση για την περαιτέρω ενίσχυση του κανονιστικού πλαισίου για τα ΑΚΧΑ. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την υποβολή αρκετών προτάσεων από την ESMA, το ΕΣΣΚ και το ΣΧΣ με σκοπό να μεταρρυθμιστεί το κανονιστικό πλαίσιο για τα ΑΚΧΑ, να περιοριστούν οι συστημικοί κίνδυνοι και να διασφαλιστεί ότι ο τομέας των ΑΚΧΑ μπορεί να αντεπεξέλθει σε ενδεχόμενες μελλοντικές κρίσεις ρευστότητας ή πιέσεις στην αγορά. Οι επιλογές πολιτικής που προτείνονται από τις διάφορες αρχές και φορείς ομαδοποιούνται ως εξής: 1) μείωση του κινδύνου μαζικής φυγής

[52] Ωστόσο, η απόφαση για την πρόσβαση των ΑΚΧΑ σε τέτοιου είδους μηχανισμό ρευστότητας δεν εμπίπτει στις αρμοδιότητες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, αλλά στην αρμοδιότητα της ΕΚΤ.

[53] Πράξεις συμφωνιών αγοράς και επαναπώλησης - FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK (newyorkfed.org).

(ιδίως με την αφαίρεση των χαρακτηριστικών που προσομοιάζουν με τραπεζικές καταθέσεις ορισμένων ΑΚΧΑ), 2) ενίσχυση της ρευστότητας των ΑΚΧΑ και της ικανότητάς τους να απορροφούν ζημίες, και 3) λήψη μέτρων προετοιμασίας για μελλοντικές κρίσεις. Οι προτάσεις αυτές παρατίθενται στον πίνακα 2 και αναλύονται περαιτέρω κατωτέρω.

Πίνακας 2 – Κύριες προτάσεις πολιτικής

Στόχοι πολιτικής	Προτάσεις πολιτικής	1) ESMA	2) ΕΣΣΚ	3) ΣΧΣ
Μείωση του κινδύνου μαζικής φυγής	Κατάργηση της δυνατότητας χρήσης της μεθόδου αποσβεσμένου κόστους για τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας	Ναι	Ναι	Ναι
	Αποσύνδεση της ενεργοποίησης των εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας από τα κανονιστικά όρια για τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας και τα ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ	Ναι	Ναι	Ναι
	Επιβολή στους εξαγοράζοντες επενδυτές του κόστους των εξαγορών τους		Ναι	Ναι
Ενίσχυση της ρευστότητας των ΑΚΧΑ και της ικανότητάς τους να απορροφούν ζημίες	Κανόνες σχετικά με τη χρήση εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας	Ναι	Ναι	Ναι
	Μεταβολές του δείκτη ημερήσιας και εβδομαδιαίας ρευστότητας	Ναι	Ναι	
	Επιβολή ελάχιστου ποσοστού επενδύσεων σε δημόσιο χρέος	Εθελοντική διακράτηση	Ναι	
	Αύξηση της δυνατότητας χρήσης των διακρατήσεων ρευστότητας σε περιόδους ακραίων καταστάσεων	Ναι	Ναι	
	Θέσπιση ελάχιστων διαθεσίμων για την απορρόφηση ζημιών/κινδύνων			Ναι
	Κεφαλαιακά αποθέματα ασφαλείας			Ναι
Άλλα μέτρα	Ενίσχυση του πλαισίου ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων	Ναι	Ναι	
	Εξωτερική στήριξη (ενσωμάτωση της δήλωσης της ESMA στη νομοθεσία)	Ναι		
	Κανόνες σχετικά με τη δημοσιοποίηση των αξιολογήσεων των ΑΚΧΑ	Ναι		
	Πιο προηγμένες απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων	Ναι	Ναι	

- Γνώμη της ESMA σχετικά με τη μεταρρύθμιση του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ, 14 Φεβρουαρίου 2022
- Σύσταση του ΕΣΣΚ σχετικά με τη μεταρρύθμιση των ΑΚΧΑ, 25 Ιανουαρίου 2022
- Συστάσεις του ΣΧΣ προς την G20 σχετικά με μεταρρυθμίσεις των ΑΚΧΑ, 11 Οκτωβρίου 2021 (Προτάσεις πολιτικής για την ενίσχυση της ανθεκτικότητας των αμοιβαίων κεφαλαίων της χρηματαγοράς).
- Σχέδιο τροποποιήσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ (SEC) όσον αφορά τους κανόνες για τα ΑΚΧΑ, της 15ης Δεκεμβρίου 2021, (Μεταρρυθμίσεις ΑΚΧΑ), για δημόσιες διαβουλεύσεις.
- Η Αρχή Χρηματοπιστωτικής Συμπεριφοράς (FCA) και η Τράπεζα της Αγγλίας συμμετείχαν στο έγγραφο συζήτησης για τα ΑΚΧΑ του Μαΐου του 2022 (Ανθεκτικότητα των αμοιβαίων κεφαλαίων της χρηματαγοράς) για διεξαγωγή διαβουλεύσεων έως τις 23 Ιουλίου 2022.

(*) πρόταση να απαιτείται ελάχιστη διακράτηση περιουσιακών στοιχείων με υψηλή ρευστότητα, συμπεριλαμβανομένου του δημόσιου χρέους, και μέγιστη διακράτηση περιουσιακών στοιχείων με χαμηλότερη ρευστότητα σε ακραίες συνθήκες της αγοράς (π.χ. 40 % σε πιστοποιητικά καταθέσεων και εμπορικά χρεόγραφα του ιδιωτικού τομέα).
(* *) η Τράπεζα της Αγγλίας και η Αρχή Χρηματοπιστωτικής Συμπεριφοράς εξετάζουν το ενδεχόμενο έναρξης διαβούλευσης σχετικά με την αφαίρεση της αμετάβλητης ΚΑΕ από τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας. Τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας θα υπόκεινται σε παρόμοιους κανόνες με τα βραχυπρόθεσμα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ. Εξετάζεται επίσης το ενδεχόμενο περιορισμού του μεγέθους της αγοράς σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους.

3.4.1. Μείωση του κινδύνου μαζικής φυγής

Διεθνείς οργανισμοί και εποπτικοί φορείς, όπως το ΕΣΣΚ και η ESMA, έχουν συστήσει να μετατραπούν τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας σε αμοιβαία κεφάλαια κυμαινόμενης ΚΑΕ, ακολουθώντας το παράδειγμα των ΗΠΑ[54]. Μια τέτοια αλλαγή αποσκοπεί στη μείωση του κινδύνου μαζικής φυγής που προκαλείται από τις επιδράσεις κατωφλίου, καθώς περιορίζονται οι ευκαιρίες των επενδυτών να εξαγοράσουν από το ΑΚΧΑ σε σταθερές τιμές, οι οποίες σε περιόδους ακραίων συνθηκών στην αγορά δεν αντικατοπτρίζουν κατ' ανάγκη τις τρέχουσες αποτιμήσεις των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων στην αγορά. Για τον σκοπό αυτό, προτείνεται να απαγορευτεί η χρήση της λογιστικής αποσβεσμένου κόστους και η στρογγυλοποίηση στο 2ο δεκαδικό ψηφίο που επιτρέπει στα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας να προσφέρουν σταθερή τιμή εξαγοράς.

Ωστόσο, αυτή η επιλογή πολιτικής θα συνεπαγόταν ριζική αλλαγή για την αγορά ΑΚΧΑ της ΕΕ και ιδίως την εξαφάνιση της αγοράς ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας. Η μετάβαση από αμετάβλητη σε κυμαινόμενη ΚΑΕ θα εξάλειφε τα χαρακτηριστικά των εν λόγω προϊόντων που προσομοιάζουν με τραπεζικές καταθέσεις, κάτι που αποτελεί έναν από τους κυριότερους σκοπούς που αναφέρουν οι επενδυτές για τη χρήση των εν λόγω ΑΚΧΑ. Η πλειονότητα όσων απάντησαν στη διαβούλευση ήταν μάλλον επικριτικοί όσον αφορά την κατάργηση των ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας. Οι περισσότεροι απαντήσαντες θεώρησαν ότι στην περίπτωση αυτή υπήρχε κίνδυνος ορισμένοι επενδυτές να εξέλθουν από την αγορά ΑΚΧΑ. Η περιορισμένη διαθεσιμότητα οικονομικά βιώσιμων εναλλακτικών λύσεων και υποκατάστατων των ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας θα μπορούσε να οδηγήσει τους επενδυτές να στραφούν σε λιγότερο ρυθμιζόμενα προϊόντα.

Εναλλακτικά, οι τρέχοντες επενδυτές σε ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας θα μπορούσαν να επενδύσουν σε ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους (επί του παρόντος 11 % της αγοράς), σε ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ (ιδίως σε βραχυπρόθεσμα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ) ή απευθείας στη βραχυπρόθεσμη αγορά. Ωστόσο, οι απαντήσεις στη διαβούλευση με τα ενδιαφερόμενα μέρη δείχνουν ότι το τμήμα των ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους είναι πολύ μικρό για να καλύψει τις ανάγκες διαχείρισης ταμειακών διαθεσίμων των επενδυτών και ότι δεν πληροί τις απαιτήσεις ρευστότητάς τους. Επιπλέον, οι απαντήσαντες αναφέρουν ότι η κατάργηση των ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας θα οδηγούσε σε αύξηση του ανταγωνισμού για κρατικά περιουσιακά στοιχεία, τα οποία χρησιμοποιούνται από τις τράπεζες ως ρευστά περιουσιακά στοιχεία υψηλής ποιότητας, καθώς και από πολλούς άλλους επενδυτές για σκοπούς διαχείρισης ρευστότητας.

Ορισμένοι απαντήσαντες αναφέρουν ότι τα βραχυπρόθεσμα ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ θα μπορούσαν να αποτελέσουν εναλλακτική λύση, αλλά επισημαίνουν αβεβαιότητες σχετικά με τη λογιστική τους μεταχείριση ως «ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα» σε διαφορετικές δικαιοδοσίες. Επιπλέον, οι αλλαγές αυτές θα είχαν επίσης φορολογικές επιπτώσεις. Οι περισσότεροι από όσους απάντησαν στη διαβούλευση αναφέρουν ότι θα χρησιμοποιούσαν τις τραπεζικές καταθέσεις ως εναλλακτικά μέσα σε περίπτωση που δεν υπήρχαν πλέον ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας, παρόλο που οι τραπεζικές καταθέσεις

[54] Η SEC των ΗΠΑ προέβη στην κίνηση αυτή το 2016. Η μεταρρύθμιση της SEC απαιτούσε για όλα τα θεσμικά ΑΚΧΑ Prime (δηλαδή μη κρατικά ΑΚΧΑ που χρησιμοποιούνται από θεσμικούς επενδυτές) τη μετατροπή σε κυμαινόμενη ΚΑΕ. Αυτή η μεταρρύθμιση είχε ως αποτέλεσμα να συρρικνωθούν σημαντικά τα περιουσιακά στοιχεία που επενδύθηκαν σε αυτά τα ΑΚΧΑ των ΗΠΑ τα έτη που προηγήθηκαν της εφαρμογής των εν λόγω μεταρρυθμίσεων, προς όφελος των κρατικών ΑΚΧΑ των ΗΠΑ (τα οποία διαθέτουν αμετάβλητη ΚΑΕ).

θα οδηγούσαν σε αύξηση του πιστωτικού κινδύνου του αντισυμβαλλομένου και θα μείωναν σημαντικά τη διαφοροποίηση του κινδύνου σε σύγκριση με τα διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια που παρέχουν τα ΑΚΧΑ.

Συνολικά, οι απαντήσαντες στη διαβούλευση αναγνώρισαν τη χρησιμότητα των ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας και ιδίως την ευκολία χρήσης για τους επενδυτές λόγω της δυνατότητας στρογγυλοποίησης της τιμής της μετοχής εντός του ορίου των 20 μονάδων βάσης. Εάν δεν υπήρχαν πλέον ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας, οι απαντήσαντες εξέφρασαν τον φόβο ότι θα υπήρχε έλλειψη εναλλακτικών επιλογών επενδύσεων και διαφοροποίησης των κινδύνων. Θα πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψη η ανθεκτικότητα των ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας κατά τη διάρκεια της αναταραχής του Μαρτίου του 2020, δεδομένου ότι κανένα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας δεν ενεργοποίησε εργαλεία διαχείρισης ρευστότητας ούτε μετατράπηκε σε ΑΚΧΑ κυμαινόμενης ΚΑΕ κατά την περίοδο αυτή.

3.4.2. Ενίσχυση της ρευστότητας των ΑΚΧΑ και της ικανότητάς τους να απορροφούν ζημίες

Οι φορείς προληπτικής εποπτείας και εποπτείας έχουν προτείνει μια σειρά επιλογών πολιτικής με σκοπό την περαιτέρω ενίσχυση της ικανότητας των ΑΚΧΑ να αντιμετωπίζουν μεγάλο αριθμό αιτημάτων εξαγοράς και να προστατεύουν το δημόσιο συμφέρον και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Παρότι η σύνδεση μεταξύ της χρήσης εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας και των επιπέδων ρευστότητας δεν είναι αυτόματη στον κανονισμό για τα ΑΚΧΑ, η παραβίαση των ελάχιστων διακρατήσεων σε ΠΣΕΩ της τάξης του 30 % μπορεί δυνητικά να ενεργοποιήσει την επιβολή ορίων εξαγοράς ή τελών εξαγοράς. Αυτό φαίνεται ότι ανάγκασε τους διαχειριστές κεφαλαίων να μην χρησιμοποιήσουν τις διακρατήσεις τους σε ΠΣΕΩ για τη χρηματοδότηση αυξημένων αιτημάτων εξαγοράς τον Μάρτιο του 2020, φοβούμενοι ότι η παραβίαση του ελάχιστου επιπέδου ΠΣΕΩ θα προκαλούσε περαιτέρω αιτήματα εξαγοράς, καθώς οι επενδυτές ανέμεναν την επιβολή εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας. Η πλήρης αποσύνδεση της δυνητικής χρήσης των εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας από παραβιάσεις των ελάχιστων διακρατήσεων ρευστότητας θα μπορούσε, συνεπώς, να αυξήσει την ικανότητα των διαχειριστών κεφαλαίων να χρηματοδοτούν αυξημένες εξαγορές σε περιόδους ακραίων καταστάσεων. Μέχρι στιγμής τα περισσότερα ενδιαφερόμενα μέρη τάσσονται υπέρ αυτής της πρότασης.

Η πρόταση χαλάρωσης των υφιστάμενων ορίων για τα αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία δημόσιου χρέους στο πλαίσιο των κατηγοριών ρευστότητας υποστηρίζεται σθεναρά από την ΕΚΤ, η οποία επιθυμεί να καταστούν υποχρεωτικές οι επενδύσεις σε αυτά τα περιουσιακά στοιχεία. Οι απόψεις των ενδιαφερόμενων μερών διίστανται όσον αφορά τον δεσμευτικό χαρακτήρα και τα επίπεδα των επενδύσεων σε τέτοια περιουσιακά στοιχεία. Αυτό σχετίζεται με τον μεταβλητό αντίκτυπο των εν λόγω επενδύσεων στην κερδοφορία των ΑΚΧΑ και στη διαθεσιμότητα αποδεκτού δημόσιου χρέους. Τα ενδιαφερόμενα μέρη εκφράζουν επίσης ορισμένες ανησυχίες σχετικά με τη μετατόπιση του κινδύνου ρευστότητας στην αγορά κρατικών χρεωστικών τίτλων. Μολονότι το δημόσιο χρέος μπορεί να χρησιμεύσει ως κρίσιμο εργαλείο για τη διαχείριση της ρευστότητας των ΑΚΧΑ, η πρόσφατη κρίση στο Ηνωμένο Βασίλειο κατέδειξε ότι δεν είναι απρόσβλητο από επεισόδια αστάθειας των τιμών. Επιπλέον, υπάρχει κίνδυνος η αύξηση των υφιστάμενων ορίων στα αποδεκτά περιουσιακά στοιχεία δημόσιου χρέους να οδηγήσει σε υπερβολική συγκέντρωση των επενδύσεων των ΑΚΧΑ

στους συγκεκριμένους τίτλους, ενώ η διαφοροποίηση των επενδύσεων σε διαφορετικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων αποτελεί σημαντική διασφάλιση.

Γενικότερα, οι προτάσεις για την αύξηση των ελάχιστων διακρατήσεων ρευστών περιουσιακών στοιχείων, αν και δεν είναι αμφιλεγόμενες επί της ουσίας, είναι δύσκολο να εφαρμοστούν και μπορεί να έχουν ακούσιες συνέπειες. Πράγματι, ενώ οι κανόνες για την αναλογία κάλυψης ρευστότητας προβλέπουν ορισμό των υψηλής ποιότητας ρευστών περιουσιακών στοιχείων, στον τομέα της διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων είναι δύσκολο να οριστούν τα ρευστά περιουσιακά στοιχεία (π.χ. τα κρατικά ομόλογα ενδέχεται επίσης να αντιμετωπίζουν ακραίες συνθήκες στην αγορά). Επιπλέον, οι διαχειριστές ΑΚΧΑ διαχειρίζονται τη ρευστότητα με μια ολιστική προσέγγιση που περιλαμβάνει κλιμακωτές ληκτότητες, χρήση πράξεων αγοράς και επαναπώλησης και τα χαρακτηριστικά της επενδυτικής βάσης τους (συμπεριλαμβανομένης της συγκέντρωσης των επενδυτών). Επιπλέον, η επιβολή πρόσθετων αυστηρών κατώτατων ορίων θα προκαλούσε ακαμψία στην εφαρμογή των πολιτικών διαχείρισης του κινδύνου ρευστότητας των διαχειριστών περιουσιακών στοιχείων, συμπεριλαμβανομένων των προσομοιώσεων ακραίων καταστάσεων, με δυνητικά ανεπιθύμητα αποτελέσματα.

Υπάρχουν αποκλίνουσες απόψεις μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών, με βάση τον ρόλο και τη λειτουργία των ΑΚΧΑ, όσον αφορά τον πραγματικό αντίκτυπο των συστάσεων, σύμφωνα με τις οποίες πρέπει να δοθεί στους διαχειριστές κεφαλαίων η δυνατότητα να μετακυλίουν το κόστος των εξαγορών στους επενδυτές [με την επιβολή διαφορετικών ειδών εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας βάσει τιμών, γνωστή και ως προσαρμοζόμενη τιμολόγηση (swing pricing)], όπως συνέστησαν το ΣΧΣ και το ΕΣΣΚ και πρότεινε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ. Σε συνέχεια των συστάσεων του ΣΧΣ και του ΕΣΣΚ, η πρόταση αναθεώρησης της οδηγίας για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (ΟΔΟΕΕ) και της οδηγίας για τους ΟΣΕΚΑ αποσκοπεί στη διεύρυνση του φάσματος των εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας για τα αμοιβαία κεφάλαια στην ΕΕ και στην εναρμόνιση των τρόπων χρήσης τους. Τα ΑΚΧΑ της ΕΕ θα επωφεληθούν από την επανεξέταση της ΟΔΟΕΕ / της οδηγίας για τους ΟΣΕΚΑ, σύμφωνα με την οποία οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων θα έχουν τη δυνατότητα να επιλέγουν τα καταλληλότερα εργαλεία διαχείρισης ρευστότητας από ειδικό κατάλογο.

Το ΣΧΣ υπέβαλε προτάσεις για την αύξηση της ικανότητας απορρόφησης ζημιών των ΑΚΧΑ, μεταξύ άλλων με την επιβολή περιορισμών στις μετοχές που μπορούν να εξαγοραστούν αμέσως («ελάχιστα διαθέσιμα για την απορρόφηση ζημιών/κινδύνων») και με την επιβολή στα ΑΚΧΑ της υποχρέωσης να τηρούν κεφαλαιακά αποθέματα ασφαλείας, για παράδειγμα εκτός του ΑΚΧΑ σε λογαριασμό μεσεγγύησης που χρηματοδοτείται από διαχειριστές κεφαλαίων. Αυτά τα είδη λύσεων θα μειώσουν το προβάδισμα των επενδυτών, καθώς θα μετριάσουν τον κίνδυνο επιβολής ζημιών στους υπόλοιπους επενδυτές. Ωστόσο, οι λύσεις αυτές είτε δεν έχουν δοκιμαστεί και εξαρτώνται από σημαντικές λειτουργικές προσαρμογές (για τα «ελάχιστα διαθέσιμα για την απορρόφηση ζημιών/κινδύνων»), είτε θα καθιστούσαν ακριβότερη τη λειτουργία ΑΚΧΑ και, ως εκ τούτου, πιθανότατα θα οδηγούσαν στην κατάργηση ορισμένων αμοιβαίων κεφαλαίων (για κεφαλαιακά αποθέματα ασφαλείας) και σε χαμηλότερες αποδόσεις για τους επενδυτές.

3.4.3. Άλλα μέτρα

Η ESMA και το ΣΧΣ πρότειναν επίσης ορισμένα πρόσθετα μέτρα, τα οποία δεν συνδέονται άμεσα με τη λειτουργία των ΑΚΧΑ και χρήζουν περαιτέρω αξιολόγησης. Αυτά αφορούν κυρίως την υποβολή στοιχείων και τη διεξαγωγή ασκήσεων προσομοίωσης ακραίων

καταστάσεων. Ομοίως, άλλες προτάσεις των ενδιαφερόμενων μερών, όπως η ενίσχυση της εποπτείας, θα μπορούσαν να αξιολογηθούν περαιτέρω.

3.5. Σκοπιμότητα της θέσπισης ποσόστωσης τουλάχιστον 80 % δημόσιου χρέους της ΕΕ

Το άρθρο 46 παράγραφος 2 του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ απαιτεί από την Επιτροπή να αξιολογήσει τη σκοπιμότητα της θέσπισης ποσόστωσης 80 % δημόσιου χρέους της ΕΕ.

Η παρούσα έκθεση λαμβάνει υπόψη τη διαθεσιμότητα βραχυπρόθεσμων μέσων δημόσιου χρέους της ΕΕ και αξιολογεί κατά πόσον τα ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας θα μπορούσαν να αποτελέσουν κατάλληλη εναλλακτική λύση αντί των ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους που στοχεύουν σε μέσα σε άλλα νομίσματα.

Η αιτιολογική σκέψη 56 του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ υποστηρίζει ότι μια τέτοια ποσόστωση μπορεί να «*δικαιολογείται από άποψη προληπτικής εποπτείας*», δεδομένου ότι «*η έκδοση βραχυπρόθεσμων τίτλων δημόσιου χρέους ΕΕ διέπεται από το δίκαιο της Ένωσης*». Ωστόσο, υπάρχουν δύο βασικές δυσκολίες που καθιστούν μια τέτοια ποσόστωση ανέφικτη στην πράξη.

Η πρώτη δυσκολία είναι η αναντιστοιχία μεταξύ, αφενός, των ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους που είναι επί του παρόντος διαθέσιμα στην ΕΕ (τα οποία είναι ως επί το πλείστον εκφρασμένα σε USD ή GBP, ενώ υπάρχει μόνο ένα σχετικά μικρό ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους σε EUR[55]) και, αφετέρου, της ονομαστικής αξίας του δημόσιου χρέους στην ΕΕ. Στοιχεία του Darpeix[56] δείχνουν ότι η συντριπτική πλειονότητα (περίπου 90 %) των βραχυπρόθεσμων χρεογράφων που εκδίδονται από χώρες της ΕΕ (είτε ανήκουν στη ζώνη του ευρώ είτε όχι) εκφράζονται σε EUR, με μόλις 5 % περίπου σε USD. Η αναντιστοιχία μεταξύ της ονομαστικής αξίας των ίδιων των αμοιβαίων κεφαλαίων και των διαθέσιμων τίτλων δημόσιου χρέους συνεπάγεται ότι τα ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους της ΕΕ επενδύουν κυρίως σε τίτλους που εκδίδονται από τις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο[57].

Τα αποτελέσματα της δημόσιας διαβούλευσης δείχνουν ότι, ακόμη και με την επιβολή ποσόστωσης δημόσιου χρέους της ΕΕ, οι επενδυτές σε εκφρασμένα σε USD και GBP ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ δεν θα στρέφονταν, πιθανότατα, στα ΑΚΧΑ δημόσιου χρέους σε EUR, για δύο βασικούς λόγους.

- Πρώτον, επειδή οι πελάτες λαμβάνουν κυρίως υπόψη από κοινού τις πτυχές του κρατικού κινδύνου και του συναλλαγματικού κινδύνου. Για παράδειγμα, οι πελάτες που επενδύουν σε ΑΚΧΑ εκφρασμένα σε USD επιθυμούν να έχουν άνοιγμα σε χρέος και νόμισμα των ΗΠΑ παρά σε χρέος και νόμισμα της ΕΕ. Αυτό συνδέεται επίσης στενά με την οικονομική λειτουργία των ΑΚΧΑ ως μέσου αποθήκευσης ρευστότητας σε ένα δεδομένο νόμισμα.

[55] Με βάση στοιχεία της ESMA, 8 Φεβρουαρίου 2023: «EU MMF market 2023» (Αγορά ΑΚΧΑ της ΕΕ 2023).

[56] Darpeix, P., Μάρτιος 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] Για διάφορους λόγους, τα ΑΚΧΑ τείνουν να μην αναμειγνύουν νομίσματα. Αν και θα μπορούσαν να το πράξουν έως έναν βαθμό με την αντιστάθμιση των ανοιγμάτων σε συναλλαγματικό κίνδυνο μέσω παραγώγων συναλλάγματος, αυτό θα καθίστατο υπερβολικά δαπανηρό.

- Και δεύτερον, επειδή υπάρχουν κίνδυνοι που συνδέονται με τη χαμηλή διαφοροποίηση και τη σχετικά χαμηλή ρευστότητα του βραχυπρόθεσμου δημόσιου χρέους σε EUR. Από τις παρατηρήσεις των ενδιαφερόμενων μερών προκύπτει ότι τα ΑΚΧΑ προτιμούν να επενδύουν σε περιουσιακά στοιχεία με ληκτότητα μικρότερη των 3 μηνών, κάτι που είναι δύσκολο να επιτευχθεί με την τρέχουσα αγορά δημόσιου χρέους σε EUR.

Η δεύτερη δυσκολία είναι ότι μια τέτοια ποσόστωση θα μπορούσε να έχει αρνητικές επιπτώσεις στη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Οι τράπεζες χρειάζονται ανοίγματα σε δημόσιο χρέος για να συμμορφωθούν με τις απαιτήσεις ρευστότητας της Βασιλείας ΙΙ. Μια ελάχιστη ποσόστωση 80 % δημόσιου χρέους της ΕΕ θα σήμαινε ότι τα ΑΚΧΑ θα στόχευαν στα ίδια μέσα με τις τράπεζες. Ως εκ τούτου, θα υπήρχε πληθώρα επενδυτών που επενδύουν στην ίδια κατηγορία περιουσιακών στοιχείων, με αποτέλεσμα να αυξάνονται οι κίνδυνοι μετάδοσης και χρηματοπιστωτικής αστάθειας σε καταστάσεις κρίσης λόγω κοινών υποκείμενων ανοιγμάτων που εντείνουν τον κύκλο ανάδρασης μεταξύ χρηματοπιστωτικού κινδύνου και κρατικού κινδύνου.

Υπό το πρίσμα της προηγούμενης ανάλυσης, τα πλεονεκτήματα της θέσπισης ελάχιστης ποσόστωσης 80 % δημόσιου χρέους της ΕΕ για τα ΑΚΧΑ της ΕΕ παραμένουν αμφισβητήσιμα. Ωστόσο, ακόμη και χωρίς την επιβολή ποσόστωσης, μετά την πρόσφατη αύξηση των επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ μπορεί να εμφανιστούν στην αγορά ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους περισσότερο επικεντρωμένα στο EUR, γεγονός που θα μπορούσε να συμβάλει στην τοποθέτηση περισσότερων βραχυπρόθεσμων κρατικών χρεογράφων σε EUR σε ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ δημόσιου χρέους της ΕΕ.

4. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα έκθεση εκπληρώνει τη νομική εντολή βάσει του άρθρου 46 παράγραφος 1 και του άρθρου 46 παράγραφος 2 του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ, σύμφωνα με την οποία η Επιτροπή πρέπει να υποβάλει έκθεση στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο, επανεξετάζοντας την επάρκεια του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ από άποψη προληπτικής εποπτείας και οικονομική άποψη.

Η έκθεση δείχνει ότι ο κανονισμός για τα ΑΚΧΑ πέρασε επιτυχώς τη δοκιμή της κρίσης ρευστότητας που αντιμετώπιζαν τα ΑΚΧΑ κατά τη διάρκεια της αναταραχής της αγοράς του Μαρτίου του 2020 που σχετιζόταν με τη νόσο COVID-19, των πρόσφατων αυξήσεων των επιτοκίων και της σχετικής ανατιμολόγησης χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Κανένα ΑΚΧΑ στην ΕΕ δεν χρειάστηκε να επιβάλει τέλη εξαγοράς ή όρια εξαγοράς ή να αναστείλει τις εξαγορές κατά τη διάρκεια αυτών των ακραίων γεγονότων. Ομοίως, τα ΑΚΧΑ της ΕΕ που επικεντρώνονται σε περιουσιακά στοιχεία σε GBP άντεξαν στις πιέσεις εξαγοράς που συνδέονταν με τις ακραίες συνθήκες που επικρατούσαν στην αγορά κρατικών ομολόγων τον Σεπτέμβριο του 2022.

Οι εμπειρίες αυτές δείχνουν ότι οι διασφαλίσεις του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ λειτουργούν όπως είχε προβλεφθεί. Περιλαμβάνονται οι διασφαλίσεις που σχεδιάστηκαν για να επιτρέψουν στα ΑΚΧΑ αμετάβλητης ΚΑΕ (ΑΚΧΑ σταθερής ΚΑΕ και ΑΚΧΑ ΚΑΕ χαμηλής μεταβλητότητας) να συνεχίσουν να χρησιμοποιούν, υπό ορισμένες προϋποθέσεις, τη μέθοδο αποσβεσμένου κόστους χωρίς να δημιουργούνται συστημικοί κίνδυνοι ούτε να βλάπτονται οι επενδυτές.

Με τη θέσπιση ειδικού καθεστώτος, ο κανονισμός για τα ΑΚΧΑ ενίσχυσε σημαντικά το κανονιστικό πλαίσιο για τα ΑΚΧΑ στην ΕΕ, τα οποία υπόκειντο προηγουμένως σε

διαφορετικούς κανόνες. Ωστόσο, μετά από 5 έτη εφαρμογή του κανονισμού για τα ΑΚΧΑ, η παρούσα έκθεση εντοπίζει ελλείψεις οι οποίες θα πρέπει να αξιολογηθούν περαιτέρω. Ειδικότερα, τα αποτελέσματα της διαβούλευσης με τα ενδιαφερόμενα μέρη και οι πρόσφατες εξελίξεις στην αγορά δείχνουν ότι θα μπορούσε να υπάρξει περιθώριο για περαιτέρω αύξηση της ανθεκτικότητας των ΑΚΧΑ της ΕΕ, ιδίως με την αποσύνδεση της δυνητικής ενεργοποίησης των εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας από τα κανονιστικά όρια ρευστότητας. Επιπλέον, η παρούσα έκθεση αναδεικνύει διαρθρωτικά προβλήματα που δεν συνδέονται με τα ΑΚΧΑ και, ως εκ τούτου, ούτε με τον κανονισμό για τα ΑΚΧΑ, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που συνδέονται με τις υποκείμενες βραχυπρόθεσμες αγορές. Αυτά τα διαρθρωτικά προβλήματα χρήζουν περαιτέρω αξιολόγησης και αποτελούν επίσης επί του παρόντος αντικείμενο διεξοδικότερης ανάλυσης στο επίπεδο του ΣΧΣ.

Τέλος, τα ΑΚΧΑ της ΕΕ θα επωφεληθούν από την υπό εξέλιξη αναθεώρηση της ΟΔΟΕΕ και της οδηγίας για τους ΟΣΕΚΑ[58], η οποία αποσκοπεί στη θέσπιση νέων εναρμονισμένων κανόνων για την αύξηση της διαθεσιμότητας εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας για τα αμοιβαία κεφάλαια ανοικτού τύπου. Αυτό το νέο πλαίσιο εργαλείων διαχείρισης ρευστότητας θα ενισχύσει περαιτέρω την ανθεκτικότητα της διαχείρισης ρευστότητας των ΑΚΧΑ της ΕΕ σε περιπτώσεις ακραίων καταστάσεων.

[58] Δεδομένου ότι τα ΑΚΧΑ που λειτουργούν στην ΕΕ πρέπει να έχουν συσταθεί και να συμμορφώνονται είτε με την ΟΔΟΕΕ είτε με την οδηγία για τους ΟΣΕΚΑ. Η πρόταση της Επιτροπής είναι διαθέσιμη στη διεύθυνση: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Financial-services-review-of-EU-rules-on-alternative-investment-fund-managers_el.