EUROPEISKA
KOMMISSIONEN

Bryssel den 20.7.2023
COM(2023) 452 final

RAPPORT FRÅN KOMMISSIONEN TILL EUROPAPARLAMENTET OCH RÅDET

om kraven i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2017/1131 om penningmarknadsfonder ur ett tillsynsperspektiv och ekonomiskt perspektiv

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING ... 3

1.1. Bakgrund ... 3

1.2. Rättslig grund för rapporten ... 4

1.3. Metodik och samrådsprocess ... 4

2. SEKTORN FÖR PENNINGMARKNADSFONDER ... 5

2.1. De främsta förändringarna som förordningen lett till ... 5

2.2. Dagens marknadsstruktur ... 7

2.3. Den senaste tidens marknadsutveckling och lärdomar ... 11

3. ÖVERSYN AV FÖRORDNINGEN OM PENNINGMARKNADSFONDER UR ETT TILLSYNSPERSPEKTIV OCH EKONOMISKT PERSPEKTIV ... 15

3.1. Penningmarknadsfonder och skulder som emitteras eller garanteras av EU:s medlemsstater ... 15

3.2. Enhetliga definitioner av hög och extremt hög likviditets- och kreditkvalitet på överlåtbara tillgångar ... 16

3.3. Förordningens inverkan på marknaderna för kortfristig finansiering ... 17

3.4. Regelutvecklingen på internationell nivå ... 18

3.4.1. Åtgärder för att minska risken för uttagsanstormningar ... 20

3.4.2. Åtgärder för att stärka penningmarknadsfondernas likviditet och förmåga att absorbera förluster ... 21

3.4.3. Andra åtgärder ... 22

3.5. Möjligheten att införa en kvot på 80 procent för EU-statspapper ... 22

4. SLUTSATSER ... 24

FÖRKORTNINGAR

ECB	Europeiska centralbanken
Esma	Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten
ESRB	Europeiska systemrisknämnden
EUR	euro
FSB	rådet för finansiell stabilitet
GBP	brittiskt pund
USD	US-dollar
UCITS	företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper

1. INLEDNING

1.1. Bakgrund

Förslaget till förordning (EU) 2017/1131 om penningmarknadsfonder lades fram efter den globala finanskrisen, då man hade insett att det på flera håll i världen fanns vissa svagheter på finansmarknaderna, liksom i regelverket som styrde finansmarknaderna. Sedan förordningen trädde i kraft i januari 2019 har den avsevärt stärkt regelverket för penningmarknadsfonder i EU i enlighet med rekommendationer från rådet för finansiell stabilitet (FSB), Internationella organisationen för värdepapperstillsyn (Iosco)[1] och Europeiska systemrisknämnden (ESRB).

Den marknadsstress som covid-19-pandemin orsakade satte det nya regelverket på prov. Denna stress påverkade penningmarknadsfonderna olika i olika jurisdiktioner eftersom marknaderna för penningmarknadsfonder ser olika ut (exempelvis vad gäller vilka typer av penningmarknadsfonder det är som dominerar, investerarprofiler och underliggande investeringar) och kvarstående skillnader i regelverket för penningmarknadsfonder. De större centralbankerna, som Europeiska centralbanken och dess amerikanska motsvarighet, vidtog olika åtgärder för att mildra effekterna. Bland annat gjorde man direkta uppköp av företagscertifikat[2] på primär- och sekundärmarknaderna, gav bankerna lån för att köpa tillgångar från penningmarknadsfonder (amerikanska centralbanken) och godtog fler typer av säkerheter för refinansiering av bankobligationer utan säkerhet (ECB). Dessa insatser förbättrade likviditeten och förtroendet för marknaderna för kortfristiga skulder, vilket även bidrog till att inlösningarna från penningmarknadsfonderna saktade ned. Trots att väsentliga utflöden från vissa typer av penningmarknadsfonder observerades i mars 2020 och under andra tider med marknadsstress har inga penningmarknadsfonder i EU behövt ta till inlösenavgifter eller inlösenspärrar[3] eller tillfälligt stoppa inlösningar.

Efter den marknadsstress som förorsakades av pandemin började tillsynsmyndigheter i världen och i Europa att utarbeta politiska förslag om att öka motståndskraften i penningmarknadsfonder. FSB[4], ESRB[5] och Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma)[6] föreslog till exempel reformer som skulle försäkra att penningmarknadsfonder inte förvärrar likviditetschocker i tider av stress. Ett av förslagen var att det inte längre skulle vara tillåtet för penningmarknadsfonder med lågvolatilt nettoandelsvärde att redovisa enligt nettotillgångsmetoden. Detta skulle dock kunna medföra

---

1 Internationella organisationen för värdepapperstillsyn (Iosco) har genomfört en inbördes utvärdering av hur reformerna avseende penningmarknadsfonder hade genomförts i olika jurisdiktioner och offentliggjorde den 20 november 2020 en tematisk genomgång av hur enhetliga reformerna avseende penningmarknadsfonder var. I rapporten bekräftas att de lagstiftningsmål som har uppnåtts i stor utsträckning överensstämmer med organisationens inledande rekommendationer.

2 Företagscertifikat: löfte, utan säkerhet, om att betala ett visst belopp en viss förfallodag, som är ställt till innehavaren (IMF, 2003). Företagscertifikat emitteras oftast av icke-finansiella företag.

3 Inlösenavgifter är ett sätt att hantera likviditet, där man oftast tar ut en fast avgift från investerare som säljer andelar i en fond (oftast inom en viss fastställd tidsperiod). Inlösenspärrar är ett sätt att hantera likviditet, där man inte låter investerarna i en fond ta ut delar av sitt kapital under en viss tidsperiod.

4 FSB, 11 oktober 2021, *Policy Propsas to Enhance Money Market Fund Resilience*.

5 ESRB, 2 december 2021, *Recommendation on reform of money market funds*

6 Esma, 14 februari 2022, *ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation*.

att penningmarknadsfonder skulle bli ett mindre ändamålsenligt likviditetshanteringsalternativ än bankinlåning och begränsa företagens penninghanteringsalternativ[7].

1.2. Rättslig grund för rapporten

Denna rapport är framtagen enligt artikel 46.1 i förordningen om penningmarknadsfonder, enligt vilken kommissionen ska se över hur förordningen fungerar genom att analysera de nuvarande reglerna ur ett tillsynsperspektiv och ekonomiskt perspektiv efter att först ha samrått med Esma och, vid behov, ESRB och i enlighet med artikel 6.2, där det beskrivs vad rapporten ska innehålla. Enligt denna artikel ska kommissionen även bedöma huruvida ändringar behöver göras av ordningen för statspappersbaserade penningmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde och penningmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde.

1.3. Metodik och samrådsprocess

Denna rapport bygger på ett antal studier som genomförts av europeiska och internationella organ. I både FSB:s rapport[8] och Esmas yttrande[9] togs hänsyn till synpunkter från berörda parter. De senare rapporterna, liksom ESRB:s rekommendationer[10], innehåller stora mängder uppgifter och evidens från tillsynsmyndigheter. ECB har offentliggjort en bedömning av hur ändamålsenligt EU:s regelverk är för den finansiella stabiliteten, där man utgår från hur penningmarknadsfonderna agerade under covid-19-krisen[11]. Dessutom har akademiska uppsatser använts som underlag till denna rapport.

Från den 12 april till den 20 maj 2022 genomförde kommissionen ett samråd med berörda parter för att ta reda på hur olika berörda parter ansåg att förordningen om penningmarknadsfonder fungerade[12]. Sammanlagt inkom 48 svar. Över två tredjedelar av de som deltog i samrådet angav att förordningen om penningmarknadsfonder hade varit ändamålsenlig eftersom förordningens mål hade uppnåtts, alltså att öka investerarskyddet, förhindra spridningsrisker och förbättra transparensen, tillsynen och den finansiella stabiliteten på den inre marknaden. Dessa berörda parter ansåg att förordningen om penningmarknadsfonder har lett till mer integrering av kapitalmarknaderna och gjort penningmarknadsfonder mer motståndskraftiga, främst genom reglerna om kreditkvalitet[13] och tillgångarnas sammansättning[14]. Av de berörda parternas synpunkter framgår det även att det är viktigt att se till att reglerna är enhetliga på EU-nivå och att stärka tillsynen. Gränsöverskridande investerare uppskattar dessutom att de tack vare förordningen om penningmarknadsfonder har möjlighet att förvalta likvida medel globalt genom ett standardförfarande som gäller både redovisning och riskhantering.

---

7 Penningmarknadsfonder med inriktning på skuldebrev utgivna av privata företag och med stabilt nettotillgångsvärde påminner om bankinlåning, investerar i bankemitterade skulder och används av icke-finansiella företag som ett sätt att hantera likviditet.

8 FSB, 11 oktober 2021, *Policy Propsals to Enhance Money Market Fund Resilience*.

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

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

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

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

13 Artiklarna 19–23 i förordning (EU) 2017/1131 (förordningen om penningmarknadsfonder).

14 Artiklarna 8–18 i förordning (EU) 2017/1131 (förordningen om penningmarknadsfonder).

2. SEKTORN FÖR PENNINGMARKNADSFONDER

2.1. De främsta förändringarna som förordningen lett till

Innan förordningen om penningmarknadsfonder kom reglerades de flesta penningmarknadsfonder i EU av fondföretagsdirektivet[15] och tillhörande genomförandeakter och riktlinjer, liksom av branschens uppförandekoder. De flesta penningmarknadsfonder i EU har sitt säte i Frankrike, Irland och Luxemburg. I Luxemburg och Irland finns en sektor för penningmarknadsfonder med fasta nettotillgångsvärden i utländska valutor som riktar sig till institutionella investerare utanför EU.

Genom förordningen för penningmarknadsfonder infördes ett betydligt mer modernt regelverk som är specifikt för penningmarknadsfonder i EU. Syftet var främst att ta itu med de kredit- och likviditetsriskproblem som sågs i penningmarknadsfonder under krisen 2008. En enhetlig nivå av investerarskydd infördes genom att man harmoniserade de grundläggande produktegenskaperna i penningmarknadsfonder och införde regler för likviditets- och likviditetsriskhantering, exempelvis regler för likviditetsbuffertar, vilka tillgångar som penningmarknadsfonder kan investera i, samt om diversifiering, värdering och intern kreditkvalitetsbedömning. Dessutom förbättrades transparensen gentemot investerarna, såväl som tillsynen, bland annat genom omfattande krav på rapportering till nationella behöriga myndigheter.

Förordningen om penningmarknadsfonder innehåller även ett uttryckligt förbud mot externa tillskott, vilket infördes för att förhindra spridning mellan sektorn för penningmarknadsfonder och resten av finanssektorn. Genom strategin för att lära känna sina kunder måste förvaltare av alla typer av penningmarknadsfonder förutse vad effekterna blir om flera investerare gör fondinlösen samtidigt. Alla förvaltare måste anpassa den faktiska likviditetsnivån efter kundernas särskilda likviditetsbehov vid varje tidpunkt i deras räkenskapscykler.

Genom förordningen om penningmarknadsfonder inrättades en ny typ av penningmarknadsfond, penningmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde, som skulle ersätta penningmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde som inte investerar i statspapper. Precis som statspappersbaserade penningsmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde får penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde redovisa enligt nettokostnadsmetoden för att kunna erbjuda stabila inlösenkurser, men endast så länge som värdet på de underliggande tillgångarna inte avviker mer än 20 baspunkter från marknadsvärdet på fondens nettotillgångar[16]. De två värdena offentliggörs varje dag. Om avvikelsen överstiger 20 baspunkter måste fonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde övergå från fast nettotillgängsvärde till rörligt nettotillgångsvärde[17].

---

[15] Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG av den 13 juli 2009 om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag).

[16] Den utmärkande egenskapen i statspappersbaserade penningsmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde och penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde är att nettotillgångsvärden avrundas till två decimaler, vilket dock endast är möjligt om avvikelsen inte är större än 20 baspunkter för penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde (medan avrundning till fyra decimaler gäller för penningsmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde). Avrundningen innebär att investerarna inte behöver räkna med väldigt små orealiserade kapitalvinster och kapitalförluster i portföljen när de löser in andelar.

[17] Förordningen om penningmarknadsfonder innehåller ett antal andra portfölj- och värderingsregler som ska skydda investerarna och stabiliteten på finansmarknaden.

Att följa förordningen om penningmarknadsfonder medförde vissa juridiska och operativa kostnader för kapitalförvaltare, som var tvungna att föra över befintliga fonder till den nya ordningen, öka transparensen, förbättra sina riskhanteringsrutiner och noga övervaka sina investeringar och därmed förknippade kredit- likviditetsrisker för att uppfylla likviditetskraven. Kostnader uppstod även för utomstående distributörer, plattformar och förvaringsinstitut. Investerarna i penningmarknadsfonderna blev tvungna att lägga mer tid och resurser på att utforma placeringsbestämmelser, kontroller och tillsyn kring regelverket, finansförvaltningen och bokföringsrutinerna och på att säkerställa att revisorerna kunde godta den nya strukturen i penningmarknadsfonden ur likviditetssynpunkt. Samrådsresultaten visade dock att kostnaderna inte var oöverkomliga, och inget antydde att det fanns några större förenklingsmöjligheter.

I sin Market Insights-studie från oktober 2020 noterade Europeiska fondbolagens förening att de stränga lagkraven som infördes igenom förordningen om penningmarknadsfonder och de ökade kostnaderna för att fullgöra kraven hade lett till att antalet penningmarknadsfonder som är företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (UCITS-fonder) minskade med 16 procent första kvartalet 2019 eftersom ett antal kapitalförvaltare valde att stänga sina penningmarknadsfonder, särskilt små penningmarknadsfonder, eller göra om dem till korta obligationsfonder. Vissa fonder uppfyllde inte heller de stränga lagkraven som infördes genom förordningen om penningmarknadsfonder och fick därför inte längre verka som penningmarknadsfonder. Trots nedgången av antalet penningmarknadsfonder var nettoinflödet till europeiska penningmarknadsfonder stort 2019 och 2020.

Tabell 1: EU:s penningmarknadsfonders egenskaper och skyddsåtgärder

	Kortfristiga penningmarknadsfonder			**Standardiserade penningmarknadsfonder**
	Stabilt nettotillgångsvärde		**Rörligt nettotillgångsvärde**	
Benämning	Statspappersbaserade penningsmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde[18]	Penningfonder med lågvolatilt nettoandelsvärde[19]	Kortfristiga penningmarknadsfonder[20]	Standardiserade penningmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde[21]
Statspapper	Minst 99,5 % i statspapper, omvända repor som säkras av statspapper och i likvida medel	Tillåts		
Vägd genomsnittlig löptid[22]	Högst 60 dagar			Högst 6 månader
Vägd genomsnittlig livslängd[23]	Högst 120 dagar			Högst 12 månader

18 Enligt artikel 2.11 i förordningen om penningmarknadsfonder.
19 Enligt artikel 2.12 i förordningen om penningmarknadsfonder.
20 Enligt artikel 2.14 i förordningen om penningmarknadsfonder.
21 Penningmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde som förvaltas som standardiserade penningmarknadsfonder enligt artikel 2.15 i förordningen om penningmarknadsfonder.
22 Enligt definitionen i artikel 2.19 i förordningen om penningmarknadsfonder.

Tillgångarnas löptid	Högst 397 dagar	Högst 2 år och högst 397 dagar tills räntan fastställs nästa gång
Tillgångar som förfaller dagligen	Minst 10 %	Minst 7,5 %
Tillgångar som förfaller på veckobasis	Minst 30 % (varav högst 17,5 % får utgöras av statspapper)	Minst 15 %

2.2. Dagens marknadsstruktur

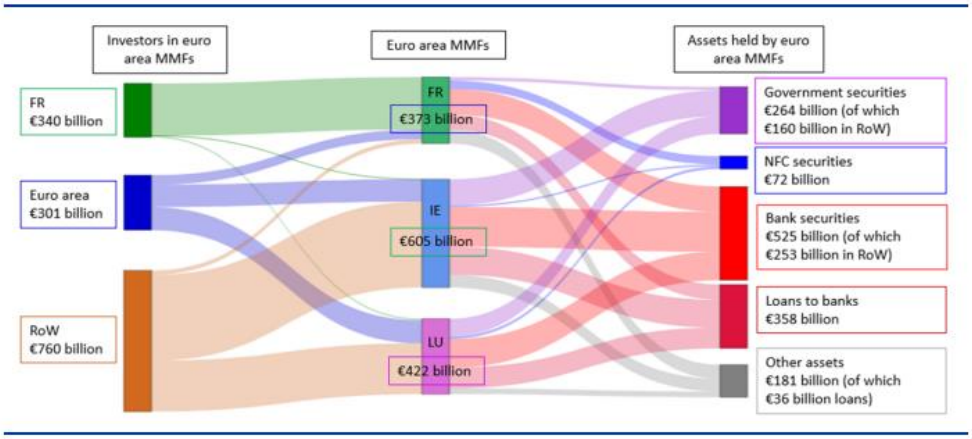
Enligt artikel 46.2 a i förordningen om penningmarknadsfonder ska kommissionen analysera erfarenheterna av tillämpningen av denna förordning och konsekvenserna för investerare, penningsmarknadsfonder och förvaltare av penningmarknadsfonder i unionen.

Vid utgången av 2021 innehade penningmarknadsfonder i euroområdet sammanlagda tillgångar uppgående till ungefär 1,5 biljoner euro uppdelat mellan statspappersbaserade penningsmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde (11 % av de sammanlagda förvaltade tillgångarna), penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde (46 %), kortfristiga penningmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde (12 %) och standardiserade penningmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde (31 %). De flesta penningmarknadsfonder i EU är denominerade i euro (42 %), US-dollar (31 %) och brittiska pund (22 %) och återfinns i ett mindre antal länder, i princip Irland, Luxemburg och Frankrike, som står för 42, 26 respektive 25 procent av de sammanlagda tillgångarna som förvaltas i penningmarknadsfonder[24].

Statspappersbaserade penningsmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde och penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde är till största delen denominerade i US-dollar och brittiska pund och har sitt säte i Irland eller Luxemburg. Penningmarknadsfonderna i euro är främst strukturerade som standardiserade penningmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde och har sitt säte i Frankrike (192 fonder i december 2021).

Figur 1: Vilka investerar i penningmarknadsfonder i euroområdet, och var investerar de penningmarknadsfonderna i sin tur?
Källa: ECB, Macroprudential Bulletin, april 2021.

[23] Enligt definitionen i artikel 2.20 i förordningen om penningmarknadsfonder.
[24] Se även Esmas och ESRB:s rapporter.



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.

Det är företag och institutionella investerare som innehar den största delen av andelarna i penningmarknadsfonder i euroområdet, så som visas i figur 2[25]. Professionella investerare innehar 95 procent av nettotillgångsvärdet i penningsmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde och 99 procent i penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde. För penningmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde är andelen icke-professionella investerare något högre: 13 och 12 procent för kortfristiga respektive standardiserade penningmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde[26].

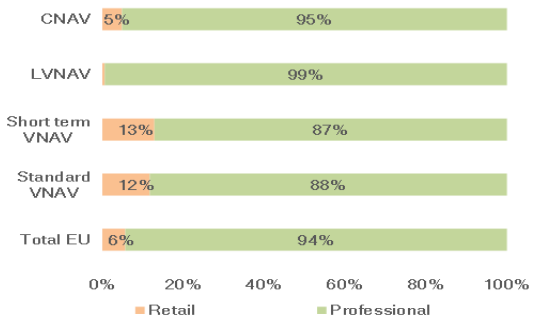
Så som framgår av figur 3 är det främst finansiella institut som investerar i alla typer av penningmarknadsfonder. Dessa innehar 59 procent av nettotillgångsvärdet, medan icke-finansiella företag innehar 19 procent av nettotillgångsvärdet.

Investerare från länder utanför EU dominerar i Luxemburg och Irland, vilket framgår av figur 4. Investerare från länder utanför EU innehar mer än 77 procent av nettotillgångsvärdet i irländska penningmarknadsfonder och nästan 63 procent i Luxemburg. När det gäller de irländska penningmarknadsfonderna rör det sig främst om investerare från Förenade kungariket (60 % av deras investerare räknat utifrån värdet på deras innehav). Det visar hur viktiga penningmarknadsfonder denominerade i andra valutor än euro och med säte i dessa medlemsstater är. I Frankrike är det franska inhemska investerare som innehar nästan 76 procent av nettotillgångsvärdet.

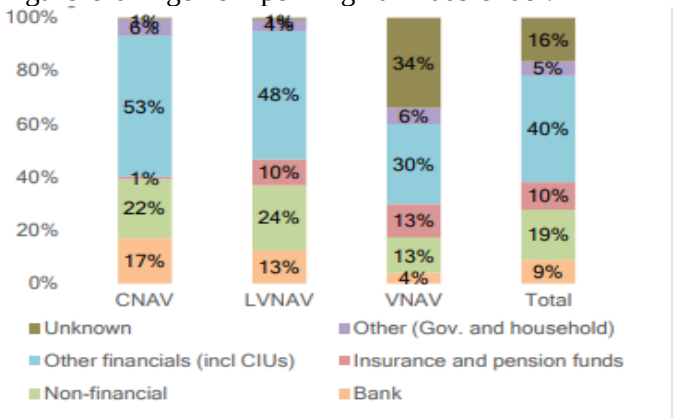
Figur 2: Icke-professionella och professionella investerare i penningmarknadsfonder (i procent av det sammanlagda nettotillgångsvärdet)
Källa: Esmas marknadsrapport 2023.

25 Esma, 8 februari 2023, *EU MMF market 2023*.

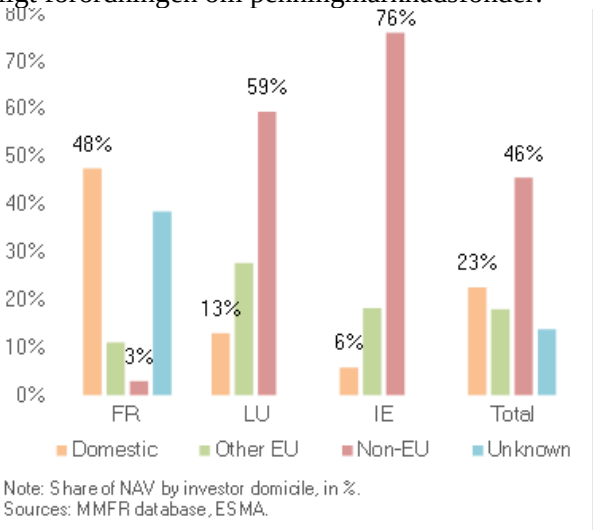
26 Detta beror till stor del på penningmarknadsfonder med säte i Frankrike, där icke-professionella investerare innehar 12 procent av nettotillgångsvärdet genom sparplaner för anställda.



Figur 3: Typer av investerare i penningmarknadsfonder uppdelade efter sektor (i procent av sammanlagt nettotillgångsvärde)
Källa: Esmas databas enligt förordningen om penningmarknadsfonder.



Figur 4: Andel av nettotillgångsvärdet efter investerarnas hemvist (i procent)
Källa: Esmas databas enligt förordningen om penningmarknadsfonder.



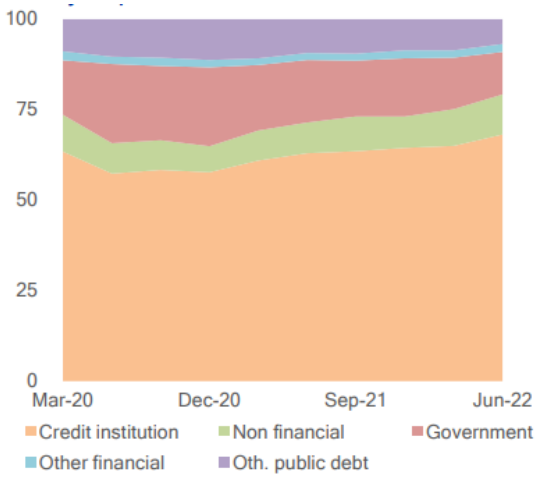
Av diskussioner som har hållits med investerare i penningmarknadsfonder och svar som har inkommit i samrådet med berörda parter framgår att följande kriterier är viktigast när investerare ska välja var de ska investera: intradagslikviditet/daglig likviditet, bibehållande av kapital samt diversifiering. Andra egenskaper hos EU:s penningmarknadsfonder, som portföljkvalitet och avkastning, nämns också som viktiga för investerarnas investeringsval. Penningmarknadsfonder används främst som likviditetshanteringsverktyg.

Andelar i penningmarknadsfonder anses vara ”likvida medel” enligt redovisningsstandard IAS7[27]. Det gäller penningsmarknadsfonder med fasta och lågvolatila nettotillgångsvärden på grund av deras stabila värde och möjligheten till inlösen inom samma dag. I vissa jurisdiktioner gäller denna redovisningsstandard även penningmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde. Svaren som inkom i kommissionens samråd visar att det, om företag var tvungna att investera i andra instrument med andra egenskaper, skulle uppstå osäkerhet kring om dessa produkter skulle kunna redovisas som ”likvida medel” i bokföringen, och det skulle även begränsa likviditethanteringsalternativen för företag, eftersom intradagslikviditet kanske inte är möjlig med andra instrument.

Statspappersbaserade penningsmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde måste investera 99,5 procent av sina tillgångar i statspapper, omvända repor som säkras av statspapper eller i likvida medel. Penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde eller rörligt nettotillgångsvärde investerar främst i penningmarknadsinstrument (67 % av deras sammanlagda tillgångar), kompletterat med inlåning, repor och omvända repor och andra kortfristiga tillgångar.

Så som framgår av figur 5 är penningmarknadsfonderna i EU främst exponerade mot den finansiella sektorn, bland annat kreditinstitut, vars värdepapper utgör över 60 procent av de sammanlagda penningmarknadsinstrumenten som EU:s penningmarknadsfonder innehar. Exponeringen mot icke-finansiella företag är ännu begränsad (10 % av penningmarknadsinstrumenten) och innehas främst av penningmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde[28]. Sammantaget består innehaven i penningmarknadsfonderna i EU till 50 och 70 procent av eurodenominerade finansiella företagscertifikat och överlåtbara bankcertifikat[29] (FSB, 2021).

Figur 5: Penningmarknadsinstrumenten som penningmarknadsfonderna innehar är främst exponeringar mot den finansiella sektorn (andel av innehaven av penningmarknadsinstrument)
Källa: databasen som upprättats enligt förordningen om penningmarknadsfonder, Eikon, nationella behöriga myndigheter och Esma.



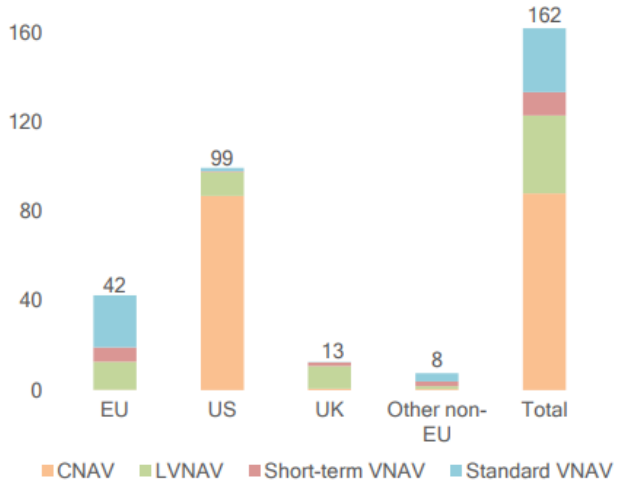
[27] Förordning (EG) nr 1126/2008, internationell redovisningsstandard 7, punkt 6: ”Andra likvida medel än kassa och bank utgörs av kortfristiga, likvida placeringar som lätt kan omvandlas till ett känt belopp av kassa och bank och som är utsatta för en obetydlig risk för värdefluktuationer.”

[28] Esma, 8 februari 2023, *EU MMF market 2023*.

[29] Bankcertifikat är certifikat som banker utfärdar som bevis på inlåning i banken för en viss angiven tid till en viss angiven ränta (IMF, 2003).

Så som framgår av figur 6 är statspapperen som EU:s penningmarknadsfonder innehar främst exponeringar mot stater utanför EU (74 % av statspappersexponeringarna vid årsslutet 2021). Dessa exponeringar återfinns främst i penningmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde. Dessa penningmarknadsfonder minskade sina innehav av statsobligationer från 62 procent av de sammanlagda tillgångarna i juni 2021 till 32 procent i juni 2022. Samtidigt ökade de sina repomarknadsexponeringar på grund av förväntade ränteändringar. Andelen statsobligationer i penningsmarknadsfonderna med lågvolatilt nettotillgångsvärde ökade väsentligt under 2020 men återgick 2021 och första halvåret 2022 till den sammansättning som hade rått före coronapandemin. Penningmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde har oftast en lägre andel statsobligationer: i genomsnitt 7 procent av deras tillgångar[30].

Figur 6: Statspappersexponeringar, årsslutet 2021, i miljarder euro
Källa: databasen som upprättats enligt förordningen om penningmarknadsfonder, nationella behöriga myndigheter och Esma.



2.3. Den senaste tidens marknadsutveckling och lärdomar

Under de senaste åren har flera påfrestande händelser inträffat som har satt regelverket för penningmarknadsfonder på prov. I mars 2020 ledde covid-19-pandemins utbrott till att efterfrågan på säkra och likvida tillgångar ökade plötsligt både i och utanför den finansiella sektorn. Marknadslikviditeten försämrades väsentligt på många olika marknader, och centralbanker vidtog exceptionella åtgärder. Värdet på större aktieindex föll med över 30 procent flera veckor i rad, och volatiliteten på de finansiella marknaderna ökade betydligt under pandemins första månader. På grund av den allmänna osäkerheten tvekade investerare att investera i de finansiella marknaderna, vilket ledde till stora värderingsförluster.

Även företagsobligationer och penningmarknadsfonder utsattes för betydande påfrestningar. Avkastningen på företagsobligationer steg väsentligt i februari och mars 2020. Utflödena var höga från penningmarknadsfonder som var exponerade mot privatmarknaden, det vill säga penningsmarknadsfonder med lågvolatilt eller rörligt nettotillgångsvärde i EU och ”prime money market funds” i Förenta staterna[31]. Utflödena från penningsmarknadsfonder med

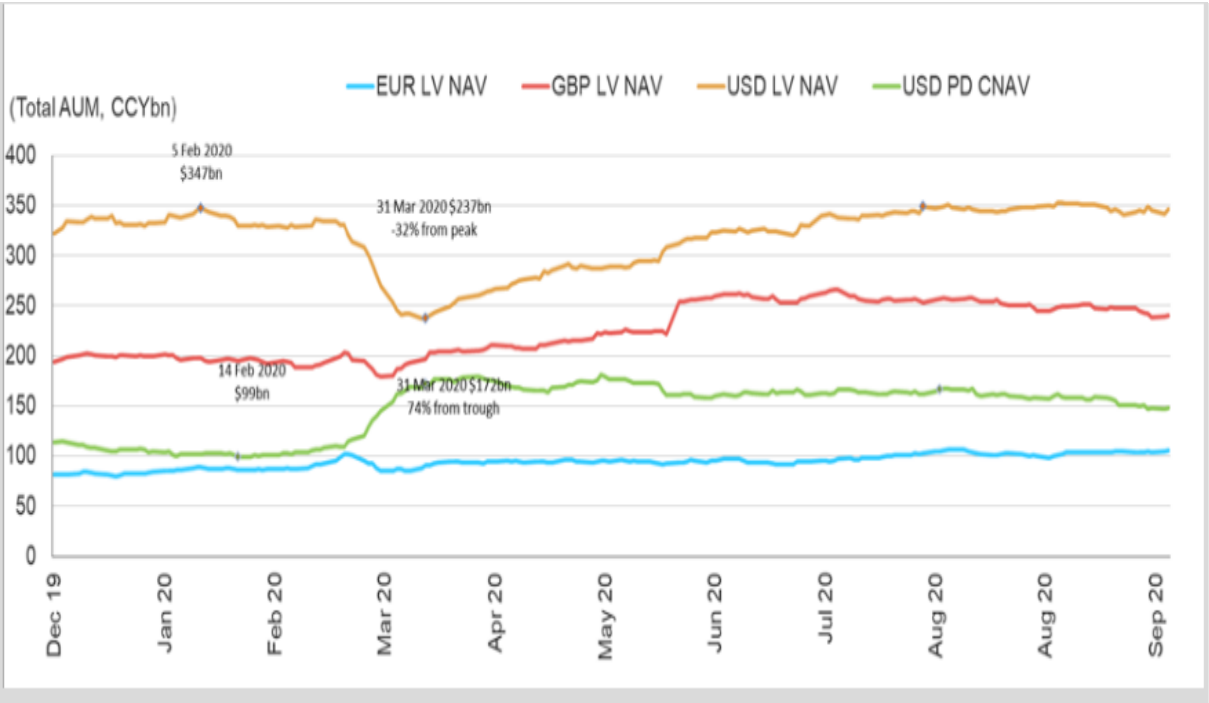
30 Se ovan.

31 Prime money market funds är amerikanska penningmarknadsfonder som främst investerar i andra värdepapper än statspapper.

lågvolatilt nettotillgångsvärde med säte i EU uppgick till 51,4 miljarder euro i mars 2020[32], och de fick svårt att sälja sina företags- och bankcertifikat eftersom bankerna inte ville eller inte kunde köpa tillbaka dessa papper, inte ens sina egna[33].

Påfrestningarna var särskilt allvarliga för penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde denominerade i US-dollar, vilket framgår av figur 7 och litteratur på området[34]. När deras innehav av tillgångar som förfaller på veckobasis närmade sig den lagstadgade miniminivån på 30 procent kan vissa investerare ha blivit oroliga för att fondförvaltarna skulle utnyttja de likviditetshanteringsverktyg som de har tillgång till (alltså likviditetsavgifter och inlösenspärrar). Oron över att man skulle ta till likviditetshanteringsverktyg var särskilt stor på marknaden i Förenta staterna, vilket kan förklaras av att investerare i EU i allmänhet inte har lika stor aversion mot avgifter som investerare i Förenta staterna eftersom de är vana vid avgifter från UCITS-fonder. Så som visas i figur 7 gav detta spridningseffekter på penningmarknadsfonder med säte i EU, med inlösningar av andelar i penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde i US-dollar och teckningar i statspappersbaserade penningsmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde i US-dollar i motsvarande storleksordning, vilket kan tyda på en substitutionseffekt (eller flykt till säkerhet).

Figur 7: Utvecklingen för tillgångar förvaltade i olika typer av penningmarknadsfonder runt mars 2020 Källa: Europeiska fondbolagens förening: uppgifter från Fitch Ratings, iMoneyNet.



32 Esma, september 2021, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, nr 2, 2021.

33 Företags- och bankcertifikat hålls ofta till förfall, och även om de har väldigt kort löptid är sekundärmarknaden för dem inte likvid ens i normala tider. Samtidigt står penningmarknadsfonder för en betydande del av efterfrågan på dessa instrument.

34 Frågan har diskuterats i olika rapporter, som FSB:s *Policy proposals to enhance money market fund resilience* från oktober 2021, ESRB:s *Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds (MMFs)* från juli 2021 och ECB:s artikel i *Macroprudential bulletin* från april 2021 som hade rubriken *How effective is the EU Money Market Fund Regulation? Lessons from the COVID-19 turmoil*.

Siffrorna[35] visar att utflödena var högre från penningmarknadsfonder med låg andel tillgångar som förfaller på veckobasis än från penningmarknadsfonder med hög andel sådana tillgångar. Denna analys kan tolkas som bevis på att institutionella investerare löste in sina andelar från penningmarknadsfonder för att slippa avgifter och spärrar. Studier från Avalos och Xia (2021)[36], Darpeix (2021)[37] och Dunne och Giuliana (2021)[38] visar dessutom att likviditetskvoter var den främsta anledningen till inlösen när det gäller penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde men inte för penningmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde, vilket visar på eventuell förekomst av oönskade tröskeleffekter[39]. På grund av krisens omfattning och läget i världsekonomin som pandemin hade gett upphov till vidtog de större centralbankerna flera olika åtgärder för att stötta kapitalmarknaderna, som att

- göra direkta köp av bank- och företagscertifikat utgivna i den egna valutan (ECB[40], Bank of England[41] och Federal Reserve) på primär- eller sekundärmarknaderna,
- godta icke säkerställda bankobligationer som säkerhet (ECB) och
- inrätta utlåningsfaciliteter för banker för köp av tillgångar från penningmarknadsfonder (Federal Reserve)[42].

Genom centralbankernas agerande saktade inlösenorderna ned och likviditeten på de underliggande penningmarknaderna förbättrades. Syftet med dessa insatser var främst att återupprätta förtroendet för djupet och likviditeten på marknaderna för kortfristig finansiering, men indirekt gynnades även EU:s penningmarknadsfonder.

Oron på marknaden i mars 2020 visade att vissa delar av finansmarknaderna inte kunde klara ett säljtryck som ökade mycket och plötsligt. Detta berodde eventuellt också på att likviditetsutbudet från penningmarknadshandlarna var mer begränsat och inte lika snabbt på att svara upp mot efterfrågan som före finanskrisen 2008. Inga penningmarknadsfonder i EU behövde dock ta till inlösenavgifter eller inlösenspärrar eller tillfälligt stoppa inlösen i mars 2020. Inga penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde översteg heller det tröskelvärde som anges i förordningen om penningmarknadsfonder för omvandling till penningsmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde (avvikelsen mellan de marknadsvärderade och fasta nettotillgångsvärdena kom dock nära gränsen på 20 baspunkter

---

35 Esma, 2021, *Report on Trends Risks and Vulnerabilities*, nr 1 2021.

36 Avalos, F. och Xia, D. (2021), Investor size, liquidity and prime money market fund stress, specialartikel i *BIS Quarterly Review*, s. 17–29.

37 Darpeix, P.-E. och 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. och Raffaele, G. (2021), *Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?*, ESRB:s working paper nr 127.

39 Esma, 14 februari 2022, *ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation*.

40 I mars 2020 tillkännagav ECB att man skulle stötta penningmarknaderna i euro ytterligare genom att utöka sitt program för köp av värdepapper från företagssektorn till att även omfatta eurodenominerade icke-finansiella företagscertifikat med återstående löptid på så lite som 28 dagar (jämfört med tidigare minst sex månader). ECB:s program för köp av värdepapper från företag gynnade därmed penningmarknadsfonder i den lokala valutan endast indirekt i och med att man bidrog till att återupprätta förtroendet för de underliggande eurodenominerade marknaderna.

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

42 ECB:s faciliteter och Federal Reserves likviditetsfacilitet för penningmarknadsfonder kunde dock inte användas för USD-denominerade penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde i EU, och i början sågs ett utflöde från sådana fonder. De återhämtade sig dock snabbt efter centralbankernas tillkännagivanden.

för vissa penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde i US-dollar). Med tanke på centralbankernas insatser för att stötta marknaderna bör dessa resultat dock tolkas med försiktighet och i sitt sammanhang.

Sedan februari 2022 har Rysslands invasion av Ukraina och de därpå följande geopolitiska spänningarna påverkat finansmarknaderna, främst råvarupriser och därtill hörande derivatprodukter. Eftersom penningmarknadsfonderna i EU investerar i höglikvida tillgångar med kort löptid och minimal kreditrisk sågs inga betydande förluster eller utflöden. Penningmarknadsfonderna har anpassat sig till det rådande läget och justerat om sina innehav till instrument med ännu kortare löptider, som är mindre exponerade mot ränterisker[43], och ökat sin likviditet. Det finns vissa tecken på indirekt påverkan som kommer sig av att investerare som säljer andra tillgångar eller ställs inför marginalsäkerhetskrav använder sig av EU:s penningmarknadsfonder för att lagra eller få tillgång till likviditet. In- och utflödena förefaller dock ha varit relativt jämna, och ingen penningmarknadsfond i EU har behövt införa inlösenavgifter eller tillfälligt stoppa inlösen till följd av detta.

I september 2022 påverkade marknadsoron i Förenade kungariket även de penningmarknadsfonder i EU som hade betydande exponeringar mot brittiska tillgångar och/eller brittiska investerare (främst irländska penningmarknadsfonder, där ungefär 60 procent, räknat i belopp, ägs av investerare i Förenade kungariket). Enligt de uppgifter som finns att tillgå påverkades penningmarknadsfonder denominerade i brittiska pund indirekt främst på grund av att investerare snabbt behövde tillgång till likviditet efter högre marginalsäkerhetskrav och tvångsförsäljningar, främst från fonder med skulddrivna investeringsstrategier[44]. Utflödet ökade från vissa penningmarknadsfonder denominerade i brittiska pund (i fem fonder var det kumulativa utflödet över 10 procent)[45] kort efter att den så kallade minibudgeten tillkännagavs i Förenade kungariket den 23 september 2022.

Situationen återgick snabbt till det normala efter att Bank of England ingrep för att stötta statsobligationsmarknaden. I oktober 2022 var inflödet till penningmarknadsfonder denominerade i brittiska pund i EU närmare 30 procent. Den sista veckan i september 2022 vidtog penningmarknadsfonder denominerade i brittiska pund i EU dessutom åtgärder för att stärka sin motståndskraft efter att ha ökat andelen likvida tillgångar i sina portföljer så att både likviditetsnivåerna per dag och vecka ökade väsentligt[46].

En penningsmarknadsfond med lågvolatilt nettotillgångsvärde var närapå att bryta mot det lagstadgade kravet på avvikande nettotillgångsvärde, men på det stora hela klarade sig sektorn väl och uppfyller sitt syfte att erbjuda lagring av kortfristig likviditet. Genom denna händelse med skulddrivna investeringar framhävdes penningmarknadsfondernas funktion som likviditetshanteringsenheter för institutionella investerare. Den visade även hur viktigt det är att se till att penningmarknadsfonderna behåller sin motståndskraft mot olika typer av ekonomiska chocker.

---

43 Priset på tillgångar med kortare löptid ändras mindre vid räntechocker. Penningmarknadsfonderna har i genomsnitt väsentligt minskat sina genomsnittliga, viktade löptider. I slutet av 2020 och 2021 låg den genomsnittliga löptiden på närmare 50 dagar för att nu ligga på 19 dagar, vilket är den kortaste genomsnittliga löptiden på tio år.

44 Sådana strategier har främst tillämpats av förmånsbestämda pensionsfonder, som har lånat för att uppnå balans mellan sina tillgångar och skulder när räntan har varit låg.

45 Esma, februari 2023, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, nr 1, 2023.

46 Esma, februari 2023, Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, nr 1, 2023.

EU:s penningmarknadsfonder förefaller inte ha påverkats i någon större utsträckning av oron inom banksektorn i mars 2023. I Förenta staterna föll Silicon Valley Bank, vilket ledde till att en del insättare ifrågasatte hur säkra bankinsättningar var, främst de som var över den lagstadgade gränsen för insättningsskydd. Många gick över till penningmarknadsfonder i Förenta staterna, som gav högre avkastning och större flexibilitet. Bankoron resulterade även i ökade inflöden i Federal Reserves omvända repa med löptid över natten (ON RRP) de sista veckorna i mars 2023. Sedan UBS tog över Credit Suisse har inflödena i EU:s penningmarknadsfonder också varit betydande, bland annat gick 17,7 miljarder euro in i eurodenominerade penningmarknadsfonder i mars 2023, vilket kan tolkas som att marknadsaktörerna uppfattar EU:s penningmarknadsfonder som motståndskraftiga.

3. ÖVERSYN AV FÖRORDNINGEN OM PENNINGMARKNADSFONDER UR ETT TILLSYNSPERSPEKTIV OCH EKONOMISKT PERSPEKTIV

I nedanstående avsnitt görs en översyn av förordningen om penningmarknadsfonder ur ett tillsynsperspektiv och ekonomiskt perspektiv enligt kraven i artikel 46.2 i den aktuella förordningen.

Penningmarknadsfonder är en särskild typ av investeringsfonder, som är nära sammanflätade med å ena sidan företag i realekonomin och banksektorn och å andra sidan med viktiga delar av finansmarknaderna. De fyller två viktiga funktioner i ekonomin som verktyg för hantering av likviditet och likvida medel och instrument för kortfristig finansiering för finansiella och icke-finansiella enheter. Dessa fonder är inte heterogena, och deras struktur och riskegenskaper varierar mellan olika jurisdiktioner[47].

3.1. Penningmarknadsfonder och skulder som emitteras eller garanteras av EU:s medlemsstater

Enligt artikel 46.2 b och c i förordningen om penningmarknadsfonder ska kommissionen bedöma penningmarknadsfondernas roll i köp av skuld som emitteras eller garanteras av medlemsstaterna och beakta särdragen i sådana skuldpapper och deras roll i finansieringen av medlemsstaterna.

Eftersom likviditeten i skuldinstrument som emitteras eller garanteras av EU:s medlemsstater är relativt låg och löptiderna långa investerar penningmarknadsfonderna i EU inte i sådana värdepapper i någon större utsträckning. Den största delen av exponeringarna mot statspapper i EU:s penningmarknadsfonder är i stället mot stater utanför EU (119 miljarder euro vid årsslutet 2021, 74 procent av den sammanlagda exponeringen mot stater). Amerikanska statspapper utgör nästan hela statsskuldsinnehavet i penningmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde (88 miljarder euro vid årsslutet 2021). För penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde utgjorde statspapper från EU 36 procent av deras exponeringar mot statsobligationer vid slutet av 2021, medan brittiska och amerikanska statspapper utgjorde runt 60 procent. Till skillnad från andra typer av penningmarknadsfonder kommer den största delen av statspappersinnehavet i penningmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde från stater i EU. Sådana utgjorde 75 procent av deras exponeringar mot statspapper vid årsslutet 2021[48]. Penningmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde har

[47] FSB, 11 oktober 2021, *Policy Propsas to Enhance Money Market Fund Resilience*.

[48] Esma, 8 februari 2023, *EU MMF market 2023*.

dock i allmänhet en mindre andel statspapper än andra typer av penningmarknadsfonder (endast 7 procent av deras tillgångar).

Enligt förordningen om penningmarknadsfonder kan statspapper med längre återstående löptid[49] ändå få utgöra upp till 17,5 procentenheter av de 30 procent som måste utgöras av tillgångar som förfaller på veckobasis i penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde och statspappersbaserade penningsmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde. De som deltog i samrådet uppgav att den övre gränsen på 17,5 procent förefaller motsäga hur statspapper behandlas i andra lagar och regler (avsnitt 3.2). Enligt förordningen om penningmarknadsfonder får dock penningmarknadsfonder investera upp till 100 procent av sina tillgångar i statspapper, och begränsningen handlar endast om likviditetsbuffertar i penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde och statspappersbaserade penningsmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde på grund av att dessa tillgångar har längre löptid och högre volatilitet än tillgångar som förfaller på veckobasis. Det fanns även samrådsdeltagare som uppgav att många investerare använder statspappersbaserade penningsmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde för att de inte vill eller kan investera i kreditportföljer. Det beror oftast på särskilda säkerhets-, kapital- eller lagkrav, exempelvis krav på att likviditetspositioner måste ha säkerhet i statspapper eller regelkrav, exempelvis på högkvalitativa likvida tillgångar. Andra investerare uppger att investeringar i statspappersbaserade penningsmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde visserligen görs för att åstadkomma diversifiering men att dessa marknader inte är tillräckligt stora för att tillgodose vissa investerares likviditetshanteringsbehov.

3.2. Enhetliga definitioner av hög och extremt hög likviditets- och kreditkvalitet på överlåtbara tillgångar

Enligt artikel 46.2 d i förordningen om penningmarknadsfonder ska kommissionen beakta den rapport som det hänvisas till i artikel 509.3 i förordning (EU) nr 575/2013.

I artikel 509.3 i förordning (EU) nr 575/2013 får EBA i uppdrag att rapportera till kommissionen om lämpliga enhetliga definitioner av hög och extremt hög likviditets- och kreditkvalitet i överlåtbara tillgångar. Banker investerar i sådana tillgångar för att uppfylla lagstadgade likviditetskrav enligt regler som fastställts av Baselkommittén för banktillsyn.

EBA avgav sin rapport den 20 december 2013[50] samtidigt som man rekommenderade att de empiriska slutsatserna i rapporten skulle kompletteras med ett kvalitativt utlåtande eller expertutlåtande med utgångspunkt i tillsynsråd. Utifrån den empiriska analysen av en mängd olika finansiella tillgångar som handlas i EU särskilde EBA tillgångar av hög likviditet och kvalitet från tillgångar av extremt hög likviditet eller kvalitet. I linje med internationella standarder rekommenderade EBA att alla obligationer i den inhemska valutan som emitteras eller garanteras av stater eller centralbanker i Ekonomiska samarbetsområdet, liksom de obligationer som överstatliga institutioner emitterar eller garanterar, skulle anses vara överlåtbara tillgångar av extremt hög likviditets- och kreditkvalitet.

Likviditetsriskhantering för kapitalförvaltare inbegriper flera olika skyddsåtgärder, som löptider som tar slut vid olika tidpunkter, särskilt för mindre likvida tillgångar, uppdelning i

[49] Så länge de är höglikvida och kan lösas in och avvecklas inom en arbetsdag kan sådana tillgångar räknas in som tillgångar som förfaller på veckobasis med återstående löptid på upp till 190 dagar.

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

likviditetskategorier beroende på om tillgångarna i portföljen förfaller på daglig basis eller veckobasis, kännedom om vilka som investerar i penningmarknadsfonden och regler om tillgångarnas beteende och likviditet, liksom hur dessa hänger ihop. Sedan 2017 har mer uppmärksamhet ägnats åt att stärka hanteringen av likviditetsrisker, bland annat genom att arbeta med stresstester av penningmarknadsfonder, transparens och tillsyn, definitionen av vad som ska anses vara likvida tillgångar och vilka tillgångar som ska anses uppfylla likviditetskrav.

Enligt EU:s regler för kapitalförvaltning får en tillgångs likviditet inte automatiskt förmodas, utan ett lämpligt likviditetstest måste genomföras. Därför måste kapitalförvaltare inrätta lämpliga rutiner för riskhantering, som systematiskt ska ses över och anpassas efter aktuella investeringsstrategier och typ av investerare (strategi för kundkännedom). Likviditets- och kreditkvaliteten mäts i varje enskilt fall både för de enskilda finansiella instrumenten och för portföljen som helhet.

Vissa tillgångar kan därför anses ha hög eller extremt hög likviditet enligt EU:s regelverk för bankverksamhet, men det betyder inte automatiskt att de har det när det gäller penningmarknadsfonder. För att fastställa likviditets- och kreditkvaliteten på en fonds tillgångar måste analys göras i varje enskilt fall.

3.3. Förordningens inverkan på marknaderna för kortfristig finansiering

Enligt artikel 46.2 e i förordningen om penningmarknadsfonder ska kommissionen beakta förordningens inverkan på marknaderna för kortfristig finansiering.

Penningmarknadsfonderna ingår i ett större ekosystem för kortfristig finansiering. Oron i mars 2020 avslöjade att det fanns vissa strukturella sårbarheter, brist på data och osäkerhet kring rättsläget på de europeiska marknaderna för kortfristig finansiering. Dessa faktorer regleras inte i förordningen om penningmarknadsfonder men är ändå viktiga för att EU:s penningmarknadsfonder ska fungera väl.

Marknaden för kortfristig finansiering är en OTC-marknad med mellanhänder. Det har påvisats att denna marknad för kortfristig finansiering är fragmenterad och svår att få insyn i[51]. Informationen är spridd över flera handelsplatser, och ingen av dessa kan ge en övergripande bild över hela marknaden på grund av bland annat ofullständig rapportering, otydliga verksamhetsområden och inkonsekvent användning av begrepp.

Studien visar även att det nästan inte finns någon insyn alls i handeln på sekundärmarknaderna (i exempelvis köp- och säljkurser, priser och volymer). Det gör prisbildningen svår, ger upphov till ineffektivitet på dessa marknader och gör det svårt för penningmarknadsfonderna att på lämpligt sätt bevaka riskerna i stressituationer. Det gör det även svårt för tillsynsmyndigheterna att göra en korrekt bedömning av den strukturella marknadslikviditeten. Ökad insyn skulle kunna göra marknaderna för kortfristig finansiering mer dynamiska och motståndskraftiga, vilket även skulle minska riskerna förknippade med penningmarknadsfonder vid allvarliga påfrestningar.

[51] Darpeix, P., mars 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*.

De flesta som deltog i samrådet, bland annat aktörer inom finanssektorn och tillsynsmyndigheter, påpekade att insynen på marknaden för kortfristiga värdepapper behövde ökas och prisbildningen underlättas. De angav att detta kunde uppnås genom krav på information om vad som handlas och om utestående belopp.

På grund av den lägre likviditeten och den bristfälliga insynen på denna marknad finns det dessutom risk för att marknadsstress skulle kunna sprida sig till andra penningmarknadsfonder. För att kunna klara av att lösa in andelar måste penningmarknadsfonder investera i tillgångar som är tillräckligt likvida. De kan exempelvis investera i likvida instrument som omvända repor (ofta över natten), statsskuldsväxlar och bankinlåning. Andra instrument (som bank- och företagscertifikat) kan inte alltid säljas av snabbt (eftersom de ofta hålls till förfall och sekundärmarknaderna inte är tillräckligt djupa, vilket ger större inverkan på priset om de säljs) men har väldigt kort löptid. Om det blir en uttagsanstormning skulle penningmarknadsfonderna först använda intäkterna från tillgångar som förfaller eller avsluta sina omvända repotransaktioner för att lösa in andelar. Om uttagsanstormningen fortsätter skulle penningmarknadsfonderna sälja sina likvida tillgångar utan att investera i andra kortfristiga instrument, vilket skulle leda till att finansieringen till företag plötsligt skulle börja sina.

I princip skulle en sådan spridning kunna undvikas om penningmarknadsfonder kunde investera sina likvida medel i instrument som de skulle kunna ta ut pengarna från utan att det leder till spridning på marknaden. Ett instrument som uppfyller detta krav är inlåning direkt i centralbanken. Ett exempel på en sådan ordning finns i Förenta staterna, där penningmarknadsfonder kan placera sina överskottsmedel i Federal Reserves facilitet i form av en omvänd repa med löptid över natten (ON RRP). Denna facilitet förhindrar inte bara spridning vid likviditetskriser utan ger även de amerikanska penningmarknadsfonderna en fördel framför EU:s penningmarknadsfonder eftersom de har mer flexibilitet i hur de kan hantera sina likviditetsinflöden[52]. Detta visade sig exempelvis vid den bankkris som följde på Silicon Valley Banks kollaps. Inflödena till amerikanska penningmarknadsfonder ökade under de sista veckorna i mars 2023 och därmed även användningen av Federal Reserves facilitet. I mars 2023 hade penningmarknadsfonder och andra aktörer som har tillgång till dessa repor 2,3 biljoner US-dollar i den faciliteten[53].

3.4. Regelutvecklingen på internationell nivå

Enligt artikel 46.2 f i förordningen om penningmarknadsfonder ska kommissionen beakta regelutvecklingen på internationell nivå.

Pandemirelaterade händelser gjorde att man såg behov av att stärka regelverket för penningmarknadsfonder ytterligare. Det föranledde flera förslag från Esma, ESRB och FSB om att reformera regelverket för penningmarknadsfonder, begränsa systemriskerna och se till att penningmarknadsfonderna kan stå emot eventuell likviditets- och marknadsstress i framtiden. De politiska alternativ som de olika myndigheterna och institutionerna har föreslagit kan delas in i tre kategorier: 1) alternativ som minskar risken för uttagsanstormningar (främst genom att de inlåningsliknande funktionerna i vissa penningmarknadsfonder tas bort), 2) alternativ som stärker likviditeten i

[52] Beslut om att ge penningmarknadsfonder en sådan möjlighet ligger dock inte inom kommissionens befogenhetsområde och kan endast fattas av ECB.

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

penningmarknadsfonderna och deras förmåga att absorbera förluster och 3) alternativ som innebär förberedelse inför framtida kriser. Dessa förslag finns uppställda i tabell 2 och förklaras utförligare nedan.

Tabell 2: De främsta politiska förslagen

Politiskt mål	Politiska förslag	1) Esma	2) ESRB	3) FSB
Minska risken för uttagsanstormning	Ta bort möjligheten för penningmarknadsfonder med lågvolatilt nettoandelsvärde att använda nettokostnadsmetoden	Ja	Ja	Ja
	Ta bort de lagstadgade gränserna för användning av likviditetshanteringsverktyg för penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde och penningmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde	Ja	Ja	Ja
	Låta inlösande investerare betala kostnaden för inlösen		Ja	Ja
Stärka penningmarknadsfondernas likviditet och förmåga att absorbera förluster	Regler för användningen av likviditetshanteringsverktyg	Ja	Ja	Ja
	Ändringar av andelen som förfaller på daglig basis och veckobasis	Ja	Ja	
	Införa minsta andel investeringar i statspapper	Valfritt innehav	Ja	
	Låta likvida medel användas till mer vid stress	Ja	Ja	
	Införa minimibelopp för risk			Ja
	Kapitalbuffert			Ja
Andra åtgärder	Förbättrat regelverk för stresstester	Ja	Ja	
	Externa tillskott (införliva Esmas yttrande i lag)	Ja		
	Regler om offentliggörande av penningmarknadsfondernas kreditbetyg	Ja		
	Mer avancerade rapporteringskrav	Ja	Ja	

- Esmas yttrande över reformen av förordningen om penningmarknadsfonder, 14 februari 2022.
- ESRB:s rekommendation om reform av penningmarknadsfonder, 25 januari 2022.
- FSB:s rekommendation till G20-länderna om reformerna av penningmarknadsfonderna, 11 oktober 2021 (*Policy proposals to enhance money market fund resilience*).
- Förslag till ändringar av reglerna för penningmarknadsfonder från amerikanska Securities and Exchange Commission (SEC), 15 december 2021 (*Money Market Fund Reforms*) för offentliga samråd.
- Gemensamt diskussionsunderlag om penningmarknadsfonder från Financial Conduct Authority (FCA) och Bank of England, maj 2022 (*Resilience of Money Market Funds*), för samråd till och med den 23 juli 2022.

*Förslag om krav på minsta innehav av högt likvida tillgångar, som statspapper, och på ett högsta innehav av tillgångar med lägre likviditet vid stress på marknaden (exempelvis 40 procent bank- och företagscertifikat).
**Bank of England och den brittiska finansinspektionen Financial Conduct Authority överväger att inleda ett samråd om att ta bort kravet på stabilt nettotillgångsvärde från penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde. Liknande regler skulle gälla för penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde som för penningmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde. De överväger även att minska storleken på marknaden för statspappersbaserade penningsmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde.

3.4.1. Åtgärder för att minska risken för uttagsanstormningar

Internationella organisationer och tillsynsmyndigheter, som ESRB och Esma, har rekommenderat att penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde ska göras om till fonder med rörligt nettotillgångsvärde, så som man har gjort i Förenta staterna[54]. Syftet med en sådan ändring skulle vara att minska risken för uttagsanstormningar som orsakas av tröskeleffekter genom att begränsa möjligheterna för investerare att lösa in andelar i penningmarknadsfonder till fasta priser, som vid marknadsstress kanske inte motsvarar de aktuella marknadsvärdena på de underliggande tillgångarna. Därför föreslår de att penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde inte ska få använda nettokostnadsmetoden och tillhörande avrundning till två decimaler, vilket är det som gör att dessa fonder kan erbjuda stabila inlösenkurser.

Ett sådant politiskt alternativ skulle dock innebära en radikal förändring av marknaden för penningmarknadsfonder i EU, främst att marknaden för penningmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde skulle försvinna. Om de går över från stabilt till rörligt nettotillgångsvärde försvinner dessa produkters inlåningsliknande egenskaper, vilket investerare som använder dessa fonder har angett som den främsta anledningen till att de använder dem. De flesta av deltagarna i samrådet var mer eller mindre kritiska till förslaget om att avskaffa penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde. De flesta av de som svarade trodde att det i så fall fanns risk för att vissa investerare skulle lämna marknaden för penningmarknadsfonder. Den begränsade tillgången på ekonomiskt gångbara alternativ som kan ersätta penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde kan leda till att investerare vänder sig till mindre reglerade produkter.

De som i dag investerar i penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde skulle som ett alternativ kunna investera i statspappersbaserade penningsmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde (utgör i dag 11 procent av marknaden), i penningmarknadsfonder med flytande nettotillgångsvärde (särskilt kortfristiga penningmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde) eller direkt i marknaden för kortfristiga värdepapper. Svaren som inkom i samrådet med berörda parter visar dock att segmentet med statspappersbaserade penningsmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde är för litet för att kunna tillgodose investerarnas likviditetshanteringsbehov och att sådana fonder inte uppfyller deras likviditetskrav. Om penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde avskaffades skulle det enligt samrådsdeltagarna även leda till större konkurrens om statspapper, som används av banker som högkvalitativa likvida tillgångar, liksom av många andra investerare för likviditetshanteringsändamål.

Vissa samrådsdeltagare nämnde att kortfristiga penningmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde skulle kunna vara ett alternativ men påpekade även att det råder osäkerhet kring om sådana ska tas upp som likvida medel i bokföringen i vissa jurisdiktioner. Sådana förändringar skulle dessutom medföra skattekonsekvenser. De flesta samrådsdeltagare uppgav att de skulle använda bankinlåning som ett alternativt instrument om det inte längre fanns några penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde trots att bankinlåning

[54] SEC gjorde detta 2016. Genom SEC:s reform var alla institutionella prime money market funds (det vill säga icke-statliga penningmarknadsfonder som används av institutionella investerare) tvungna att omvandlas till penningmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde. Resultatet av denna reform var att tillgångarna som investerades i dessa amerikanska penningmarknadsfonder minskade betydligt åren innan dessa reformer genomfördes, vilket gynnade statliga penningmarknadsfonder i Förenta staterna (som har stabilt nettotillgångsvärde).

skulle ge upphov till större motpartskreditrisker och minska riskdiversifieringen betydligt jämfört med de diversifierade portföljer som penningsmarknadsfonder erbjuder.

Överlag uppskattade samrådsdeltagarna att penningsmarknadsfonderna med lågvolatilt nettotillgångsvärde var så användbara och särskilt att de är så lätta att använda för investerare eftersom de kan runda av andelskurserna inom gränsen på 20 baspunkter. Om det inte längre fanns några penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde var samrådsdeltagarna rädda för att det inte skulle finnas några investerings- och riskdiversifieringsalternativ. Motståndskraften som penningsmarknadsfonderna med lågvolatilt nettotillgångsvärde uppvisade i de oroliga tiderna i mars 2020 bör också beaktas. Inga penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde behövde sätta in några likviditetshanteringsverktyg och omvandlades inte heller till penningmarknadsfonder med rörligt nettotillgångsvärde under denna period.

3.4.2. Åtgärder för att stärka penningmarknadsfondernas likviditet och förmåga att absorbera förluster

Tillsynsorgan har lagt fram en mängd olika förslag på politiska alternativ som ytterligare ska stärka penningmarknadsfondernas förmåga att klara ett stort antal inlösenorder och skydda allmänintresset och den finansiella stabiliteten.

Även om kopplingen mellan likviditetshanteringsverktyg och likviditetsnivåer inte är automatisk i förordningen om penningmarknadsfonder kan inlösenspärrar och inlösenavgifter ändå sättas in om innehavet av tillgångar som förfaller på veckobasis sjunker under gränsen på 30 procent. Det verkar ha fått fondförvaltare att inte använda sina innehav av tillgångar som förfaller på veckobasis för att finansiera det ökade antalet inlösenorder i mars 2020 eftersom de var rädda för att inlösenorderna skulle öka ännu mer om gränsen för tillgångar som förfaller på veckobasis överskreds, i och med att investerarna då skulle befara att likviditetshanteringsverktyg skulle sättas in. Om man helt och hållet tog bort kopplingen mellan likviditetshanteringsverktyg och överskridande av gränsen för minsta likviditetsinnehav skulle fondförvaltarna alltså få lättare att finansiera ökade inlösenorder i oroliga tider. Detta förslag är det som hittills har fått mest stöd bland berörda parter.

Förslaget om att lätta på de nuvarande gränserna för godtagbara statspappersbaserade tillgångar i olika likviditetsklasser får starkt stöd av ECB, som vill att investeringar i sådana tillgångar ska vara obligatoriska. De berörda parternas åsikter går isär när det gäller huruvida det ska finnas krav på investeringar i sådana tillgångar och hur stora de ska vara. Det beror på att sådana investeringar kan ha varierande inverkan på penningmarknadsfonders lönsamhet och på tillgången på godtagbara statspapper. Berörda parter uttrycker även viss oro över att flytta likviditetsrisk till statspappersmarknaden. Även om statspapper kan vara ett viktigt verktyg för att hantera likviditet för penningmarknadsfonder har den senaste krisen i Förenade kungariket visat att de inte är immuna mot prisvolatilitet. Om de nuvarande gränserna för godtagbara statspappersbaserade tillgångar höjs finns det dessutom risk för att penningmarknadsfondernas investeringar skulle bli alltför koncentrerade i sådana värdepapper, vilket inte skulle vara bra eftersom diversifiering med investeringar i olika tillgångsklasser är en viktig skyddsfaktor.

I allmänhet är förslagen om att höja kravet på minsta innehav av likvida tillgångar inte kontroversiella i sig men kan vara svåra att genomföra och leda till oavsiktliga konsekvenser. Reglerna om likviditetstäckningskvot gör det visserligen möjligt att definiera vad som utgör högkvalitativa likvida tillgångar men det kan ändå vara svårt att definiera vad som utgör

likvida medel i kapitalförvaltningssektorn (även statsobligationer kan till exempel påverkas av stressade marknadsförhållanden). Förvaltare av penningmarknadsfonder behandlar dessutom likviditet utifrån ett helhetsperspektiv genom exempelvis löptider som tar slut vid olika tidpunkter, omvända repotransaktioner och utifrån hur deras investerarbas ser ut (exempelvis investerarkoncentration). Ytterligare hårda gränser skulle dessutom göra det svårare för fondförvaltarna att genomföra sina strategier för hantering av likviditetsrisker, inklusive stresstester, vilket skulle kunna få oavsiktliga konsekvenser.

FSB och ESRB har rekommenderat, och amerikanska Securities and Exchange Commission har föreslagit, att fondförvaltare ska få möjlighet att låta investerarna stå för kostnaderna för inlösen (genom att införa olika slag av prisbaserade likviditetshanteringsverktyg, även kallat swing pricing eller justerade fondandelsvärden). Utifrån vilken funktion penningmarknadsfonder fyller råder det delade meningar bland de berörda parterna om vilka faktiska effekter en sådan möjlighet skulle få. Syftet med förslaget om att ändra direktiven om förvaltare av alternativa investeringsfonder respektive kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper är, i enlighet med FSB:s och ESRB:s rekommendationer, att utöka likviditetshanteringsverktygen för fonder i EU och harmonisera sätten som de används på. Översynen av dessa direktiv kommer även att gynna penningmarknadsfonder i EU i och med att fondförvaltare får möjlighet att välja de lämpligaste likviditetshanteringsverktygen från en särskild förteckning.

FSB har lagt fram förslag på hur penningmarknadsfondernas förlustabsorberingsförmåga ska kunna stärkas. Bland annat föreslås begränsningar av vilka andelar som kan lösas in direkt (vilket kallas *minimibelopp för risk*) och krav på att penningmarknadsfonder ska ha kapitalbuffertar, till exempel utanför penningmarknadsfonden på ett spärrkonto som finansieras av fondförvaltarna. Denna typ av lösningar skulle minska först till kvarn-fördelen för investerare eftersom de skulle minska risken för att de återstående investerarna lider förluster. Sådana lösningar är dock obeprövade och kräver betydande operativa justeringar (för minimibelopp för risk) eller skulle innebära att det blir mycket dyrare att driva penningmarknadsfond, vilket sannolikt skulle leda till att vissa fonder skulle stänga (för kapitalbuffertar) och till lägre avkastning för investerarna.

3.4.3. Andra åtgärder

Esma och FSB har även lagt fram förslag på ett antal andra ytterligare åtgärder som inte är direkt kopplade till hur verksamheten i penningmarknadsfonder bedrivs men som ändå är värda att undersöka. De handlar främst om rapportering och stresstester. Dessutom kan andra förslag från andra berörda parter, som att stärka tillsynen, också undersökas ytterligare.

3.5. Möjligheten att införa en kvot på 80 procent för EU-statspapper

Enligt artikel 46.2 i förordningen om penningmarknadsfonder ska kommissionen undersöka om det är möjligt att införa en kvot på 80 procent för EU-statspapper.

I denna rapport beaktas tillgången på kortfristig offentlig skuld i EU, och det undersöks om penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde skulle kunna vara ett lämpligt alternativ till statspappersbaserade penningsmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde inriktade på instrument i andra valutor.

I skäl 56 i förordningen om penningmarknadsfonder hävdas att en sådan kvot skulle kunna vara motiverad ur tillsynssynvinkel med tanke på att ”emitteringen av kortfristig offentlig

skuld i EU styrs av unionsrätten". Det finns dock två huvudsakliga svårigheter som gör att en sådan kvot är svår att införa i praktiken.

Den första är att de statspappersbaserade penningsmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde som finns i EU i dag främst är denominerade i US-dollar eller brittiska pund med endast en, relativt liten, statspappersbaserad penningsmarknadsfond med fast nettotillgångsvärde denominerad i euro[55], medan EU-statspappren främst är denominerade i euro. Enligt uppgifter från Darpeix[56] är de allra flesta (runt 90 procent) av de kortfristiga räntebärande värdepappren som emitteras av EU-länder (oavsett om de tillhör euroområdet) denominerade i euro. Endast 5 procent är denominerade i US-dollar. Skillnaden i denominering mellan fonderna och de statspapper som finns att tillgå antyder att de statspappersbaserade penningsmarknadsfonderna med fast nettotillgångsvärde i EU främst investerar i instrument som emitteras i Förenta staterna eller Förenade kungariket[57].

Resultaten från det offentliga samrådet visar att investerare i penningmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde denominerade i brittiska pund eller US-dollar sannolikt inte skulle byta till statspappersbaserade penningmarknadsfonder denominerade i euro även om det infördes en kvot för EU-statspapper, och det finns främst två anledningar till det.

- För det första för att klienter oftast beaktar stats- och valutarisker tillsammans. Klienter som investerar i penningmarknadsfonder i US-dollar vill ha exponering mot amerikanska statspapper och amerikansk valuta och inte mot EU:s statspapper och valuta. Det har till stor del att göra med penningmarknadsfondernas ekonomiska funktion som lagringsplats för likviditet i en viss valuta.
- För det andra för att det finns risker som har att göra med låg diversifiering och relativt låg likviditet i kortfristiga statspapper denominerade i euro. Enligt vad berörda parter uppgivit föredrar penningmarknadsfonder att investera i tillgångar med kortare löptid än tre månader, vilket är svårt att hitta så som marknaden för eurodenominerade statspapper ser ut i dag.

En annan svårighet är att en sådan kvot skulle kunna ha negativa effekter på den finansiella stabiliteten. Banker måste ha exponeringar mot statspapper för att uppfylla likviditetskraven i Basel II. En kvot på minst 80 procent EU-statspapper skulle innebära att penningmarknadsfonderna riktar in sig på samma instrument som bankerna. Det skulle ge upphov till en situation där flera olika investerare investerar i samma tillgångsklass, vilket ökar risken för spridning och finansiell instabilitet vid kriser, i och med att de gemensamma underliggande investeringarna förstärker kopplingen mellan finansiell risk och statsrisk.

Utifrån ovanstående analys är det tveksamt om det är lämpligt att införa en kvot på minst 80 procent EU-statspapper i penningmarknadsfonder i EU. Även om ingen kvot införs kan fler statspappersbaserade penningsmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde med eurofokus dyka upp på marknaden som en följd av den senaste tidens stigande räntor i euroområdet, vilket kan leda till att kortfristiga statspapper i euro ökar i EU:s statspappersbaserade penningsmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde.

---

55 Enligt uppgifter från Esma, 8 februari 2023: *EU MMF market 2023*.

56 Darpeix, P., mars 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 Av olika anledningar brukar penningmarknadsfonder inte blanda valutor. De skulle kunna göra det i viss utsträckning genom att valutasäkra genom valutaderivat, men det skulle kosta för mycket att göra det i någon större utsträckning.

4. SLUTSATSER

Denna rapport uppfyller de lagstadgade krav som anges i artikel 46.1 och 46.2 i förordningen om penningmarknadsfonder, enligt vilka kommissionen ska överlämna en rapport till Europaparlamentet och rådet som ska redogöra för resultaten från en översyn av kraven i förordningen om penningmarknadsfonder ur ett tillsynsperspektiv och ekonomiskt perspektiv.

Rapporten visar att förordningen om penningmarknadsfonder fungerade väl när penningmarknadsfonder utsattes för likviditetsstress i samband med covid-19-pandemins utbrott i mars 2020, liksom i samband med den senaste tidens ränteökningar och den därpå följande justeringen av priset på finansiella tillgångar. Inga penningmarknadsfonder i EU behövde ta till inlösenavgifter eller inlösenspärrar eller tillfälligt stoppa inlösen i dessa stressade lägen. EU:s penningmarknadsfonder inriktade på tillgångar i brittiska pund klarade även inlösentrycket i samband med oron på statsobligationsmarknaden i september 2022.

Dessa händelser har visat att skyddsbestämmelserna i förordningen om penningmarknadsfonder har fungerat som det var tänkt. Det gäller bland annat skyddsbestämmelsen om att penningmarknadsfonder med stabilt nettotillgångsvärde (penningmarknadsfonder med fast nettotillgångsvärde och penningsmarknadsfonder med lågvolatilt nettotillgångsvärde) under vissa omständigheter får fortsätta att använda nettokostnadsmetoden om det inte ger upphov till systemrisker eller skadar investerare.

Genom förordningen om penningmarknadsfonder infördes en särskild ordning för just penningmarknadsfonder, som tidigare reglerats av olika regler, och det innebar att regelverket för sådana fonder i EU stärktes betydligt. I denna rapport visas att det nu, då förordningen har gällt i fem år, finns brister, som bör undersökas närmare. Resultaten från samrådet med berörda parter och den senaste marknadsutvecklingen visar till exempel att motståndskraften i EU:s penningmarknadsfonder skulle kunna förbättras ytterligare, främst genom att kopplingen mellan likviditetshanteringsverktyg och lagstadgade likviditetströskelvärden tas bort. Denna rapport visar även att det finns strukturella problem utanför penningmarknadsfonderna och därmed inte heller beror på förordningen om penningmarknadsfonder, exempelvis problem på de underliggande korta marknaderna. De strukturella problemen förtjänar att undersökas ytterligare och är även föremål för en mer djupgående analys, som utförs av FSB.

Penningmarknadsfonderna i EU kommer slutligen även att gynnas av den pågående översynen av direktiven om förvaltare av alternativa fonder och fondföretag[58], genom vilka harmoniserade regler ska införas för att öka tillgången till likviditetshanteringsverktyg i öppna fonder. Detta nya regelverk för likviditetshanteringsverktyg kommer att göra likviditetshanteringen i EU:s penningmarknadsfonder ännu motståndskraftigare vid stress.

[58] Eftersom penningmarknadsfonder med verksamhet i EU måste inrättas och följa antingen direktivet om förvaltare av alternativa fonder eller direktivet om fondföretag. Kommissionens förslag kan ses på https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Financial-services-review-of-EU-rules-on-alternative-investment-fund-managers_sv.