EUROPESE
COMMISSIE

Brussel, 20.7.2023
COM(2023) 452 final

VERSLAG VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD

over de adequaatheid van Verordening (EU) 2017/1131 van het Europees Parlement en de Raad inzake geldmarktfondsen vanuit prudentieel en economisch oogpunt

INHOUDSOPGAVE

1. INLEIDING 3

1.1. Achtergrond 3

1.2. Rechtsgrondslag voor het verslag 4

1.3. Methodologie en raadplegingsproces 4

2. DE MMF-SECTOR VANDAAG 5

2.1. Belangrijkste wijzigingen die door de MMF-verordening zijn ingevoerd 5

2.2. Huidige marktstructuur 7

2.3. Recente marktontwikkelingen en geleerde lessen 11

3. ADEQUAATHEID VAN DE MMF-VERORDENING UIT PRUDENTIEEL EN ECONOMISCH OOGPUNT 15

3.1. Geldmarktfondsen en door EU-lidstaten uitgegeven of gegarandeerd schuldpapier 15

3.2. Uniforme definities van hoge en uiterst hoge liquiditeit en kredietkwaliteit van overdraagbare activa 16

3.3. Impact van de MMF-verordening op de markten voor kortetermijnfinanciering 17

3.4. Ontwikkelingen op het gebied van regelgeving op internationaal niveau 19

3.4.1. Het risico op runs verminderen 20

3.4.2. De liquiditeit van geldmarktfondsen en hun vermogen om verliezen op te vangen versterken 21

3.4.3. Overige maatregelen 22

3.5. Haalbaarheid van de totstandbrenging van een quotum voor de EU-overheidsschuld van ten minste 80 % 23

4. CONCLUSIES 24

AFKORTINGEN

AIFMD	Richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (abi-beheerdersrichtlijn)
CNAV	Geldmarktfonds met constante intrinsieke waarde
ECB	Europese Centrale Bank
ESMA	Europese Autoriteit voor effecten en markten
ESRB	Europees Comité voor systeemrisico's
EUR	Euro
FSB	Raad voor financiële stabiliteit
GBP	Britse pond sterling
LVNAV	Geldmarktfonds met een intrinsieke waarde en een lage volatiliteit
MMF	Geldmarktfonds
MMF-verordening	Verordening (EU) 2017/1131 inzake geldmarktfondsen
NAV	Intrinsieke waarde
NBA's	Nationale bevoegde autoriteiten
USD	US-dollar
UCITS	Instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's)
VNAV	Geldmarktfonds met een variabele intrinsieke waarde
WMA	Wekelijks vervallende activa

1. INLEIDING

1.1. Achtergrond

Verordening (EU) 2017/1131 inzake geldmarktfondsen (de MMF-verordening) werd voorgesteld in de nasleep van de wereldwijde financiële crisis, die bepaalde zwakke punten van de financiële markten en hun regelgevingsstelsels wereldwijd aan het licht bracht. Sinds deze verordening in januari 2019 in werking is getreden, heeft zij het regelgevingsstelsel voor geldmarktfondsen in de EU aanzienlijk versterkt na aanbevelingen van de Raad voor financiële stabiliteit (FSB), de Internationale organisatie van effectentoezichthouders (Iosco)[1] en het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB).

Het nieuwe regelgevingskader werd op de proef gesteld door de spanningen op de markt gerelateerd aan de COVID-19-pandemie. De impact van deze spanningen op geldmarktfondsen verschilde per rechtsgebied als gevolg van verschillen in de structuur van MMF-markten (bv. de overheersende soorten geldmarktfondsen, beleggersprofielen en onderliggende beleggingen) en resterende verschillen in het regelgevingskader voor geldmarktfondsen. Grote centrale banken zoals de Europese Centrale Bank (ECB) en de Amerikaanse Federal Reserve hebben diverse maatregelen genomen om de gevolgen te lenigen, waaronder de rechtstreekse aankoop van commercial papers[2] op de primaire en secundaire markten, het verstrekken van leningen aan banken om activa van geldmarktfondsen te kopen (Federal Reserve) en het uitbreiden van het beleenbare onderpand voor herfinancieringstransacties tot ongedekte bankobligaties (ECB). Deze interventies verbeterden de liquiditeit en het vertrouwen op de markten voor kortlopende schulden, wat ook bijdroeg tot een daling van het tempo van terugbetalingen van geldmarktfondsen. Hoewel er in maart 2020 en in andere perioden van spanningen op de markt aanzienlijke uitstromen uit bepaalde soorten geldmarktfondsen plaatsvonden, hoefden geen EU-geldmarktfondsen terugbetalingsvergoedingen of -beperkingen[3] in werking te stellen of terugbetalingen op te schorten.

Na de spanningen op de markt als gevolg van COVID-19 zijn de mondiale en Europese prudentiële autoriteiten begonnen met het uitwerken van beleidsvoorstellen om de veerkracht van geldmarktfondsen te vergroten. Zo hebben met name de FSB[4], het ESRB[5] en de Europese

---

1 De Internationale organisatie van effectentoezichthouders (Iosco) voerde een collegiale toetsing van de uitvoering van de hervormingen voor geldmarktfondsen in verschillende rechtsgebieden uit en publiceerde op 20 november 2020 een thematische evaluatie van de consistentie bij de uitvoering van de hervormingen voor geldmarktfondsen. In het verslag wordt bevestigd dat de bereikte regelgevingsdoelstellingen in hoge mate in overeenstemming zijn met de oorspronkelijke aanbevelingen.

2 Commercial paper: een ongedekte belofte om op een bepaalde vervaldatum een bepaald bedrag te betalen, uitgegeven "aan toonder" (IMF, 2003) Commercial papers worden meestal door niet-financiële ondernemingen uitgegeven.

3 Terugbetalingsvergoedingen als instrument voor liquiditeitsbeheer waarbij gewoonlijk een vaste vergoeding wordt opgelegd aan beleggers die aandelen van een fonds verkopen (doorgaans binnen een vooraf bepaalde periode). Terugbetalingsbeperkingen zijn een instrument voor liquiditeitsbeheer om te voorkomen dat beleggers in het fonds gedurende een bepaalde periode een deel van hun kapitaal opnemen.

4 FSB, 11 oktober 2021, Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience (Beleidsvoorstellen ter versterking van de veerkracht van geldmarktfondsen).

5 ESRB, 2 december 2021, Aanbeveling inzake de hervorming van geldmarktfondsen.

Autoriteit voor effecten en markten (ESMA)[6] diverse hervormingen voorgesteld om ervoor te zorgen dat geldmarktfondsen de impact van liquiditeitsschokken in tijden van spanningen niet verergeren. Een van deze voorstellen is om de mogelijkheid weg te nemen dat geldmarktfondsen met een intrinsieke waarde en een lage volatiliteit (LVNAV's) gebruikmaken van waardering tegen geamortiseerde kostprijs. Dit zou echter de doeltreffendheid van geldmarktfondsen als alternatief voor liquiditeitsbeheer tegenover bankdeposito's kunnen verminderen en de mogelijkheden van ondernemingen voor het beheer van kasmiddelen kunnen beperken[7].

1.2. Rechtsgrondslag voor het verslag

Dit verslag wordt opgesteld overeenkomstig artikel 46, lid 1, van de MMF-verordening, op grond waarvan de Commissie de werking van de MMF-verordening moet beoordelen op basis van een analyse van de huidige regels vanuit prudentieel en economisch oogpunt en na overleg met de ESMA en, in voorkomend geval, het ESRB, evenals overeenkomstig artikel 6, lid 2, waarin de voorwaarden zijn gespecificeerd die in dit verslag in aanmerking moeten worden genomen. Op grond van dit artikel moet de Commissie ook beoordelen of wijzigingen moeten worden aangebracht in het stelsel voor geldmarktfondsen voor overheidsschuld met een constante intrinsieke waarde (CNAV's) en LVNAV's.

1.3. Methodologie en raadplegingsproces

Dit verslag is gebaseerd op een aantal studies van Europese en internationale organen. Zowel het FSB-verslag[8] als het ESMA-advies[9] waren mede het resultaat van feedback van belanghebbenden. Deze laatst vermelde verslagen alsook de aanbevelingen van het ESRB[10] omvatten uitgebreide reeksen gegevens en bewijzen van de toezichthoudende autoriteiten. De ECB heeft een beoordeling gepubliceerd van de doeltreffendheid van het regelgevingskader van de EU vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit, op basis van het gedrag van geldmarktfondsen tijdens de COVID-19-crisis[11]. Dit verslag is verder uitgewerkt in wetenschappelijke documenten.

Van 12 april tot 20 mei 2022 heeft de Commissie een raadpleging van belanghebbenden gehouden om de standpunten van belanghebbenden over de werking van de MMF-verordening te verzamelen[12]. In totaal hebben 48 respondenten een bijdrage ingediend. Meer dan twee derde van de respondenten gaf aan dat de MMF-verordening haar belangrijkste

---

6 ESMA, 14 februari 2022, ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation (ESMA-advies over de herziening van de verordening inzake geldmarktfondsen).

7 Geldmarktfondsen voor particulier schuldpapier met een stabiele intrinsieke waarde hebben depositoachtige kenmerken, beleggen in door banken uitgegeven passiva en worden door niet-financiële ondernemingen gebruikt als instrument om liquiditeit te beheren.

8 FSB, 11 oktober 2021, Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience (Beleidsvoorstellen ter versterking van de veerkracht van geldmarktfondsen).

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" (Is de EU-verordening inzake geldmarktfondsen geschikt voor het beoogde doel? Lessen uit de COVID-19-crisis), Reeks werkdocumenten, nr. 2737.

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

doelstellingen, met name het verzekeren van liquiditeit, verbeterde beleggersbescherming, preventie van het besmettingsrisico en verbetering van de transparantie, het toezicht en de financiële stabiliteit van de interne markt doeltreffend heeft verwezenlijkt. Deze respondenten zijn van mening dat de MMF-verordening tot de integratie van kapitaalmarkten heeft bijgedragen en geldmarktfondsen veerkrachtiger heeft gemaakt, met name door middel van de regels inzake kredietkwaliteit[13] en samenstelling van activa[14]. Uit feedback van belanghebbenden blijkt ook hoe belangrijk het is om consistente regels op EU-niveau te verzekeren en het toezicht te versterken. Bovendien waarderen grensoverschrijdende beleggers ook dat de MMF-verordening hen de mogelijkheid biedt om hun kasmiddelen wereldwijd te beheren via een standaardprocedure, zowel vanuit het oogpunt van de boekhouding als vanuit het oogpunt van het risicobeheer.

2. DE MMF-SECTOR VANDAAG

2.1. Belangrijkste wijzigingen die door de MMF-verordening zijn ingevoerd

Vóór de invoering van de MMF-verordening werden de meeste geldmarktfondsen in de EU geëxploiteerd op grond van de regels van de icbe-richtlijn[15], de bijbehorende uitvoeringshandelingen en richtsnoeren, alsook de gedragscodes van de sector. Frankrijk, Ierland en Luxemburg zijn de belangrijkste landen waar EU-geldmarktfondsen zijn gevestigd. Luxemburg en Ierland hebben een MMF-sector met een constante intrinsieke waarde in vreemde valuta ontwikkeld die zich op institutionele beleggers van buiten de EU richt.

De MMF-verordening introduceerde een specifiek en aanzienlijk sterker ontwikkeld regelgevingsstelsel voor geldmarktfondsen in de EU. Dit was met name gericht op het aanpakken van de uitdagingen op het gebied van krediet- en liquiditeitsrisico's waarmee geldmarktfondsen tijdens de crisis van 2008 werden geconfronteerd. Door de essentiële productkenmerken van een geldmarktfonds te harmoniseren, heeft het kader ook een uniform niveau van beleggersbescherming tot stand gebracht door middel van regels inzake liquiditeitsbeheer en liquiditeitsrisicobeheer, met inbegrip van liquiditeitsbuffers, activa waarin geldmarktfondsen kunnen beleggen, diversificatie, waardering en interne kredietkwaliteitsbeoordeling. Het heeft ook de transparantie ten aanzien van beleggers en het toezicht vergroot, onder meer door uitgebreide verslaglegging aan de nationale bevoegde autoriteiten.

Daarnaast verbiedt de MMF-verordening uitdrukkelijk "externe steun" om het risico van besmetting tussen de MMF-sector en de rest van de financiële sector te voorkomen. Het "Ken uw cliënt"-beleid verplicht beheerders van alle soorten geldmarktfondsen om op het effect van samenlopende verzoeken om terugbetaling van verschillende beleggers te anticiperen. Alle beheerders moeten het feitelijke liquiditeitsniveau op elk moment van hun boekhoudcycli aan de specifieke kasbehoeften van hun cliënten aanpassen.

In de MMF-verordening is een nieuw type geldmarktfonds in het leven geroepen, het LVNAV, ter vervanging van CNAV's die in niet-overheidsschuld belegden. Net als bij overheidsschuld-CNAV's mogen LVNAV's gebruikmaken van waardering tegen

13 Artikelen 19 tot en met 23 van Verordening (EU) 2017/1131 (MMF-verordening).

14 Artikelen 8 tot en met 18 van Verordening (EU) 2017/1131 (MMF-verordening).

15 Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's).

geamortiseerde kostprijs om een stabiele terugbetalingsprijs te bieden, maar alleen zolang de waarde van de onderliggende activa niet meer dan 20 basispunten van de marktwaarde van de nettoactiva van het fonds afwijkt[16]. De twee waarden worden dagelijks gepubliceerd. Als de afwijking meer dan 20 basispunten bedraagt, moet het LVNAV-fonds van een constante intrinsieke waarde naar een variabele intrinsieke waarde overschakelen[17].

De naleving van de MMF-verordening heeft bepaalde juridische en operationele kosten met zich meegebracht voor vermogensbeheerders, die bestaande fondsen naar de nieuwe regeling moesten migreren, de transparantie moesten vergroten, hun risicobeheerprocessen moesten verbeteren en hun beleggingen en het daaraan verbonden krediet- en liquiditeitsrisico nauwlettend moesten monitoren om de naleving van de liquiditeitsvereisten te waarborgen. Er waren ook gevolgen voor de kosten van derde verdelers, platforms en bewaarnemers. Beleggers in geldmarktfondsen hadden meer tijd en middelen nodig om beleggingsbeleidslijnen, -controles en -toezicht te ontwikkelen rond het kader, de schatkistsystemen en de boekhoudprocessen, en om ervoor te zorgen dat auditors vanuit het oogpunt van geldmiddelen en kasequivalenten comfortabel waren met de nieuwe MMF-fondsstructuren. Uit de resultaten van de raadpleging bleek echter niet dat de kosten buitensporig waren en dat er geen aanzienlijk vereenvoudigingspotentieel was.

In haar Market Insights Study van oktober 2020 merkte de European Fund and Asset Management Association op dat de strenge regelgevingsvereisten die bij de MMF-verordening zijn ingevoerd en de toegenomen kosten voor naleving van de regelgeving hebben geleid tot een daling van het aantal icbe-geldmarktfondsen met 16 % in het eerste kwartaal van 2019, aangezien een aantal vermogensbeheerders ervoor heeft gekozen hun geldmarktfondsen, met name kleine geldmarktfondsen, te sluiten of in kortlopende obligatiefondsen om te zetten. Bovendien voldeden bepaalde fondsen niet langer aan de strengere regelgevingsvereisten die uit hoofde van de MMF-verordening zijn opgelegd, zodat zij niet langer als geldmarktfondsen werden aangemerkt. Ondanks de daling van het aantal geldmarktfondsen hebben Europese geldmarktfondsen in 2019 en 2020 een sterke netto instroom gekend.

Tabel 1: Belangrijkste kenmerken van en waarborgen voor EU-geldmarktfondsen

	Kortlopend MMF			**Standaard-MMF**
	Stabiele NAV		**Variabele intrinsieke waarde (VNAV)**	
Naam	Overheidsschuld met constante intrinsieke waarde (overheidsschuld-CNAV)[18]	Intrinsieke waarde en lage volatiliteit (LVNAV)[19]	Kortlopend VNAV[20]	Standaard-

16 Het onderscheidende kenmerk tussen een overheidsschuld-CNAV en een LVNAV is een intrinsieke waarde afgerond op twee decimalen, wat echter alleen mogelijk is binnen de corridor van 20 basispunten voor LVNAV's (tegenover vier decimalen voor VNAV's). De afronding betekent dat beleggers bij de terugbetaling van aandelen geen rekening hoeven te houden met de zeer kleine niet-gerealiseerde kapitaalwinsten en -verliezen in de portefeuille.

17 De MMF-verordening legt een aantal andere portefeuille- en waarderingsregels op die gericht zijn op de bescherming van beleggers en de stabiliteit van de financiële markt.

18 Geldmarktfonds voor overheidsschuld met een constante intrinsieke waarde, overeenkomstig artikel 2, punt 11, van de MMF-verordening.

				VNAV[21]
Overheidsschuld	Minimaal 99,5 % in overheidsschuld, omgekeerde repo gedekt door overheidsschuld en in geldmiddelen	Toegestaan		
Gewogen gemiddelde looptijd[22]	Max. 60 dagen			Max. 6 maanden
Gewogen gemiddelde duur[23]	Max. 120 dagen			Max. 12 maanden
Looptijd van de activa	Max. 397 dagen			Max. 2 jaar met een reset van 397 dagen
Dagelijks vervallende activa	Min. 10 %		Min. 7,5 %	
Wekelijks vervallende activa	Min. 30 % (waarvan de overheidsschuld beperkt is tot 17,5 %)		Min. 15 %	

2.2. Huidige marktstructuur

Krachtens artikel 46, lid 2, punt a), van de MMF-verordening moet de Commissie de bij de toepassing van deze verordening verworven ervaring alsook de gevolgen voor beleggers, geldmarktfondsen en MMF-beheerders in de Unie analyseren.

Eind 2021 bezaten geldmarktfondsen in de eurozone activa voor in totaal ongeveer 1,5 biljoen EUR, uitgesplitst tussen overheidsschuld-CNAV (11 % van het totale aantal beheerde activa), LVNAV (46 %), kortlopend VNAV (12 %) en standaard-VNAV (31 %). EU-geldmarktfondsen worden voornamelijk in EUR (42 %), USD (31 %) en GBP (22 %) uitgedrukt en concentreren zich in enkele landen, voornamelijk Ierland, Luxemburg en Frankrijk, die respectievelijk 42 %, 26 % en 25 % van het totale aantal beheerde activa van EU-geldmarktfondsen vertegenwoordigen[24].

De overheidsschuld-CNAV's en LVNAV's worden meestal in USD en GBP uitgedrukt en zijn gevestigd in Ierland en Luxemburg. In EUR uitgedrukte geldmarktfondsen zijn

19 Geldmarktfonds met een intrinsieke waarde en een lage volatiliteit, overeenkomstig artikel 2, punt 12, van de MMF-verordening.

20 Geldmarktfonds met een variabele intrinsieke waarde beheerd als kortlopend geldmarktfonds, overeenkomstig artikel 2, punt 14, van de MMF-verordening.

21 Geldmarktfonds met een variabele intrinsieke waarde beheerd als standaard-geldmarktfonds, overeenkomstig artikel 2, punt 15, van de MMF-verordening.

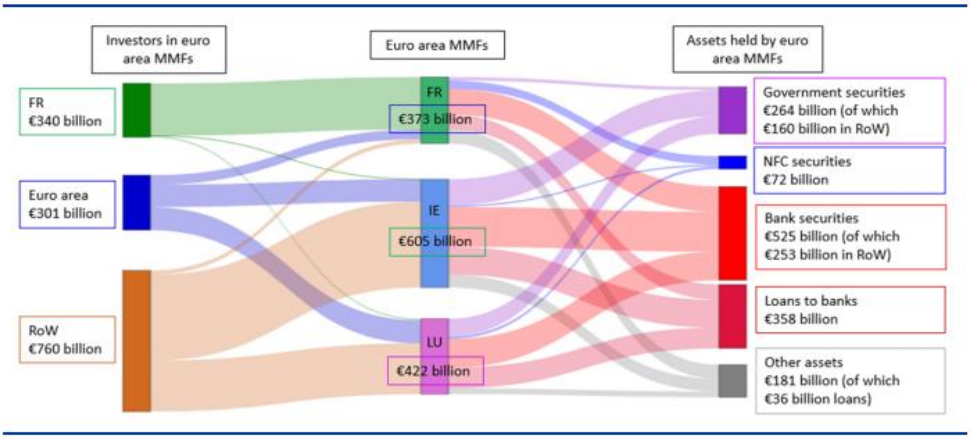
22 Zoals gedefinieerd in artikel 2, punt 19, van de MMF-verordening.

23 Zoals vooraf gedefinieerd in artikel 2, punt 20, van de MMF-verordening.

24 Zie ook de verslagen van de ESMA en het ESRB.

voornamelijk als standaard-VNAV's gestructureerd en zijn meestal gevestigd in Frankrijk (192 fondsen per december 2021).

Figuur1: Wie belegt in geldmarktfondsen van de eurozone en waar beleggen die geldmarktfondsen dan?
Bron: ECB, Macroprudentieel Bulletin, april 2021.



Sources: ECB securities holdings statistics, BSI and authors' calculations.
Notes: The data are as of Q3 2020. "RoW" means "rest of the world". Loans to banks include both deposits and repos. Debt securities account for around 98% of MMFs' total holdings of securities, and more than two-thirds of those debt securities are short-term debt securities (i.e. securities with an original maturity of one year or less). Values from ECB securities and holdings statistics are rescaled to match aggregates in BSI data.

Zakelijke en institutionele beleggers hebben de meeste aandelen/participaties in geldmarktfondsen van de eurozone in handen, zoals weergegeven in figuur 2[25]. Professionele beleggers zijn goed voor 95 % van de intrinsieke waarde voor CNAV's en 99 % voor LVNAV's. Voor VNAV's ligt het aandeel kleine beleggers iets hoger, met respectievelijk 13 % en 12 % voor kortlopende en standaard-VNAV's[26].

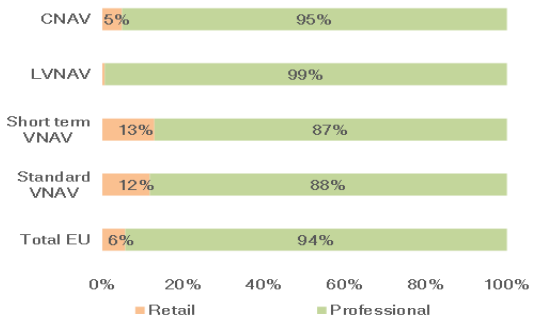
Zoals uit figuur 3 blijkt, zijn financiële instellingen ongeacht het type de belangrijkste beleggers in geldmarktfondsen en vertegenwoordigen zij 59 % van de intrinsieke waarde, terwijl niet-financiële ondernemingen goed zijn voor 19 % van de intrinsieke waarde.

Niet-EU-beleggers zijn dominant in Luxemburg en Ierland, zoals uit figuur 4 blijkt. Niet-EU-beleggers zijn goed voor meer dan 77 % van de intrinsieke waarde van Ierse geldmarktfondsen en bijna 63 % voor Luxemburg. In het geval van Ierse geldmarktfondsen zijn dit voornamelijk in het Verenigd Koninkrijk gevestigde beleggers (60 % van hun beleggers op basis van het bedrag in eigendom). Dit weerspiegelt het belang van geldmarktfondsen uitgedrukt in niet-EU-valuta's die in deze lidstaten gevestigd zijn. Franse binnenlandse beleggers vertegenwoordigen daarentegen bijna 76 % van de intrinsieke waarde in Frankrijk.

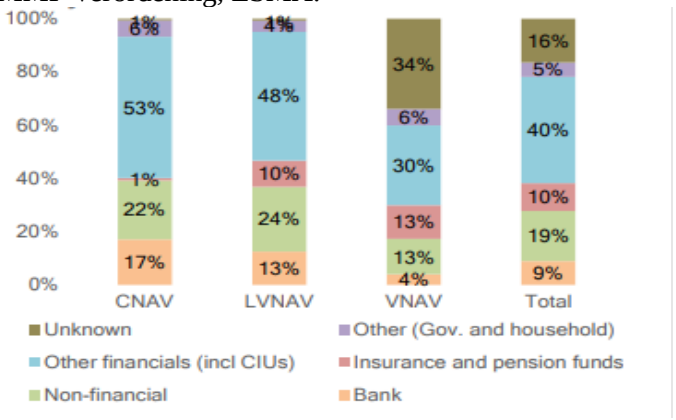
Figuur2: Kleine versus professionele beleggers in geldmarktfondsen (% van totale intrinsieke waarde)
Bron: Marktverslag 2023 van de ESMA.

25 ESMA, 8 februari 2023: "EU MMF market 2023".

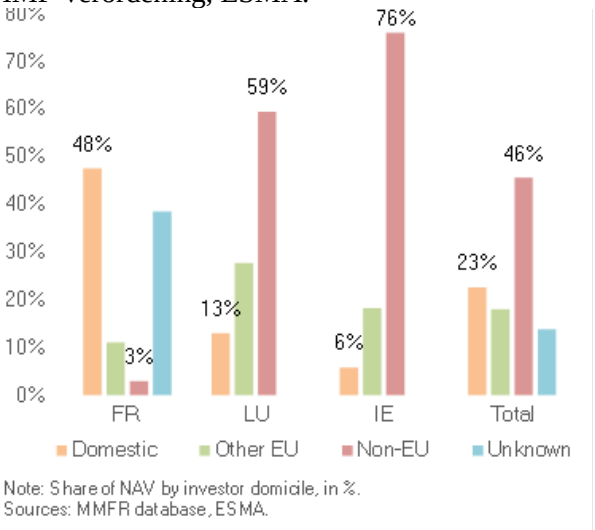
26 Dit wordt voor een groot deel beïnvloed door in Frankrijk gevestigde geldmarktfondsen, waarvoor het aandeel kleine beleggers 12 % van de intrinsieke waarde uitmaakt als gevolg van de aanwezigheid van spaarregelingen voor werknemers.



Figuur 3: Types beleggers in geldmarktfondsen per sector (% van totale intrinsieke waarde)
Bron: Database van de MMF-verordening, ESMA.



Figuur 4: Aandeel van de intrinsieke waarde per woonplaats van de belegger (in %)
Bron: Database van de MMF-verordening, ESMA.



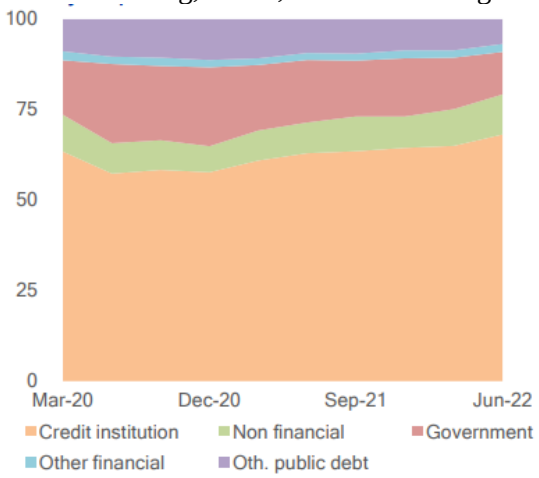
Uit besprekingen met MMF-beleggers en de reacties op de raadpleging van de belanghebbenden blijkt dat de volgende criteria het belangrijkst zijn voor de beleggingskeuze van beleggers: liquiditeit gedurende de dag/per dag, behoud van kapitaal en diversificatie. Andere kenmerken van EU-geldmarktfondsen zoals de kwaliteit van de portefeuille of het rendement worden door beleggers ook als belangrijk bestempeld bij hun beleggingskeuze. Geldmarktfondsen worden voornamelijk gebruikt als een instrument voor het beheer van kasmiddelen.

Aandelen van geldmarktfondsen worden beschouwd als "*geldmiddelen en kasequivalenten*" in de zin van de boekhoudkundige norm IAS7[27]. Dit geldt voor CNAV en LVNAV vanwege hun stabiele waarde en de mogelijkheid van terugbetalingen gedurende de dag. In bepaalde rechtsgebieden geldt deze boekhoudkundige behandeling ook voor VNAV's. Uit de reacties op de raadpleging van de Commissie blijkt dat het dwingen van ondernemingen om te beleggen in andere instrumenten met verschillende kenmerken tot onzekerheid over de boekhoudkundige behandeling van deze producten als "*geldmiddelen of kasequivalenten*" zou leiden en ook de mogelijkheden voor het beheer van geldmiddelen van ondernemingen zou beperken, aangezien andere instrumenten mogelijk geen liquiditeit gedurende de dag bieden.

Overheidsschuld-CNAV's moeten 99,5 % van hun activa in overheidsschuld, in omgekeerde repo's gedekt door overheidsschuld en in geldmiddelen beleggen. LVNAV's en VNAV's beleggen voornamelijk in geldmarktinstrumenten (67 % van hun totale activa), aangevuld met deposito's, repo- en omgekeerde repo-overeenkomsten en andere kortlopende activa.

Zoals uit figuur 5 blijkt, zijn EU-geldmarktfondsen voornamelijk blootgesteld aan de financiële sector, met inbegrip van kredietinstellingen, waarvan de effecten meer dan 60 % uitmaken van het totale aantal geldmarktinstrumenten dat door EU-geldmarktfondsen wordt aangehouden. Vorderingen op niet-financiële ondernemingen blijven beperkt (10 % van de geldmarktinstrumenten) en worden voornamelijk door VNAV's aangehouden[28]. In totaal bezitten EU-geldmarktfondsen 50 tot 70 % van de in euro uitgedrukte commercial papers en verhandelbare depositocertificaten[29] (FSB, 2021).

Figuur 5: Geldmarktinstrumenten aangehouden door geldmarktfondsen zijn voornamelijk blootgesteld aan de financiële sector (% van aangehouden geldmarktinstrumenten)
Bron: Database van de MMF-verordening, Eikon, nationale bevoegde autoriteiten, ESMA.



Zoals uit figuur 6 blijkt, betreft het grootste deel van de posities in overheidsschuld van EU-geldmarktfondsen landen van buiten de EU (74 % van de posities in overheidsschuld eind 2021). Deze posities worden voornamelijk door CNAV's aangehouden. Laatstgenoemden hebben hun aangehouden staatsobligaties aanzienlijk verminderd van 62 %

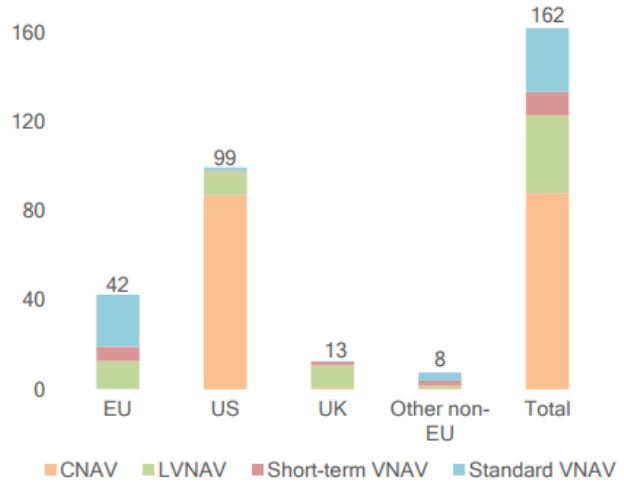
27 Verordening (EU) nr. 1126/2008, International Accounting Standard 7, punt 6: "*Kasequivalenten zijn kortlopende, uiterst liquide beleggingen die onmiddellijk kunnen worden omgezet in geldmiddelen waarvan het bedrag bekend is en die geen materieel risico van waardeverandering in zich dragen.*"

28 ESMA, 8 februari 2023: "EU MMF market 2023".

29 Depositocertificaten: "een door een bank uitgegeven certificaat waarin een deposito bij die bank voor een bepaalde periode tegen een bepaalde rentevoet wordt bevestigd" (IMF, 2003).

van de totale activa in juni 2021 tot 32 % in juni 2022. Tegelijkertijd hebben zij hun posities op de repomarkt verhoogd, onder invloed van de verwachting van veranderende rentevoeten. Het aandeel van staatsobligaties in de portefeuilles van LVNAV's is in 2020 sterk gestegen, maar werd in 2021 en de eerste helft van 2022 aan de samenstelling van vóór COVID-19 aangepast. VNAV's hebben gewoonlijk een lager aandeel in overheidsschuld, gemiddeld 7 % van hun activa[30].

Figuur 6: Posities in overheidsschuld, eind 2021, in miljard EUR
Bron: Database van de MMF-verordening, nationale bevoegde autoriteiten, ESMA.



2.3. Recente marktontwikkelingen en geleerde lessen

De voorbije jaren hebben zich verschillende probleemsituaties voorgedaan waarbij het kader voor geldmarktfondsen is getest. In maart 2020 leidde de COVID-19-pandemie tot een plotse toename van de vraag naar veilige en liquide activa in zowel de financiële als de niet-financiële sector. De marktliquiditeit ging op allerlei soorten markten sterk achteruit en leidde tot ongeziene interventies van centrale banken. De waarde van de belangrijkste aandelenindices daalde binnen enkele weken met meer dan 30 % en de financiële markten kenden tijdens de eerste maanden van de pandemie een aanzienlijke toename van de volatiliteit. Als gevolg van de algemene onzekerheid aarzelden beleggers om in de financiële markten te beleggen, wat tot grote waarderingsverliezen heeft geleid.

Ook bedrijfsobligaties en geldmarktfondsen ondervonden aanzienlijke stress. Het rendement op bedrijfsobligaties is in februari en maart 2020 aanzienlijk gestegen. Geldmarktfondsen die aan particuliere markten zijn blootgesteld, d.w.z. LVNAV's en VNAV's in de EU en "prime"-geldmarktfondsen in de Verenigde Staten[31], vertoonden een hoge uitstroom. De in de EU gevestigde LVNAV's werden in maart 2020 met een uitstroom van 51,4 miljard EUR geconfronteerd[32] en hadden het moeilijk om hun commercial papers en depositocertificaten te

30 Idem.

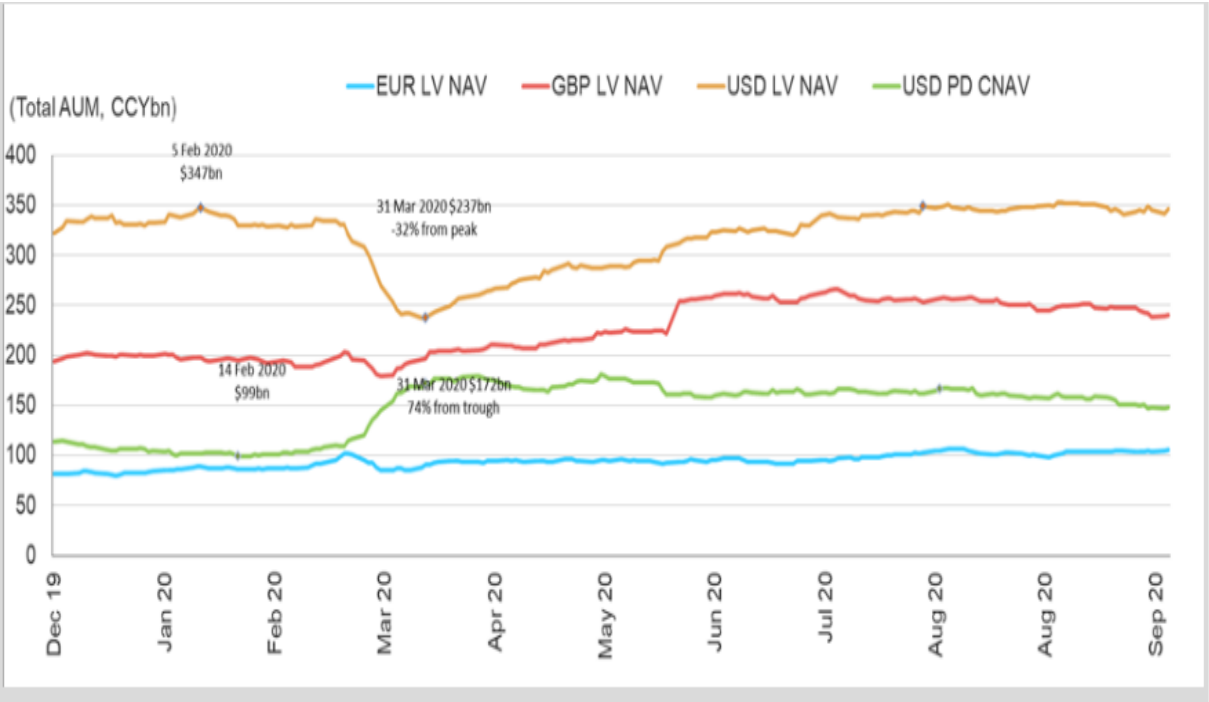
31 Een prime-MMF is een Amerikaans type geldmarktfonds dat hoofdzakelijk in niet-overheidspapier belegt.

32 ESMA, september 2021, "Report on Trends, Risks and Vulnerabilities" (verslag over trends, risico's en kwetsbaarheden), nr. 2, 2021

verkopen omdat banken niet bereid of niet in staat waren deze papieren, met inbegrip van hun eigen papier, terug te kopen[33].

De stress was bijzonder acuut voor in USD uitgedrukte LVNAV's, zoals uit figuur 7 en uit relevante literatuur blijkt[34]. Aangezien hun posities in wekelijks vervallende activa (WMA) het wettelijke minimum van 30 % benaderden, waren sommige beleggers mogelijk bezorgd over de toenemende mogelijkheid dat fondsbeheerders gebruik zouden maken van de beschikbare instrumenten voor liquiditeitsbeheer (d.w.z. liquiditeitsvergoedingen of terugbetalingsbeperkingen). De bezorgdheid over het gebruik van instrumenten voor liquiditeitsbeheer was bijzonder acuut op de Amerikaanse markt, wat kan worden verklaard door het feit dat EU-beleggers het over het algemeen minder moeilijk hebben met vergoedingen dan Amerikaanse beleggers, omdat zij vertrouwd zijn met vergoedingen in het kader van icbe's. Zoals uit figuur 7 blijkt, resulteerde dit in een overloopeffect naar in de EU gevestigde geldmarktfondsen, met een combinatie van terugbetalingen in LVNAV's in USD en inschrijvingen op Amerikaanse overheidsschuld-CNAV's van een vergelijkbare omvang, wat een potentieel substitutie-effect (of een "vlucht naar kwaliteit") weerspiegelt.

Figuur 7: Ontwikkeling van activa onder beheer van verschillende soorten geldmarktfondsen rond maart 2020
Bron: European Fund and Asset Management Association: gegevens van Fitch Ratings, iMoneyNet.



33 Commercial papers en depositocertificaten worden doorgaans tot de vervaldag aangehouden en zelfs als zij een zeer korte looptijd hebben, is de secundaire markt ervan niet liquide, zelfs niet in normale tijden. Tegelijkertijd nemen geldmarktfondsen een aanzienlijk deel van de vraag naar deze instrumenten voor hun rekening.

34 Zoals in verschillende verslagen besproken, waaronder de Beleidsvoorstellen ter versterking van de veerkracht van geldmarktfondsen van de FSB van oktober 2021, de discussienota van het ESRB over systemische kwetsbaarheden van en voorbereidende beleidsoverwegingen voor de hervorming van geldmarktfondsen van juli 2021 en het artikel van de ECB uit het Macroprudentieel Bulletin van april 2021 met als titel "Hoe doeltreffend is de EU-verordening inzake geldmarktfondsen? Lessen uit de COVID-19-crisis".

Uit de gegevens[35] blijkt dat geldmarktfondsen met lage wekelijks vervallende activa een hogere uitstroom registreerden dan geldmarktfondsen met hoge wekelijks vervallende activa. Deze analyse kan worden geïnterpreteerd als bewijs dat institutionele beleggers van geldmarktfondsen hebben teruggekocht om te vermijden dat zij aan vergoedingen en beperkingen zouden worden onderworpen. Bovendien blijkt uit studies van Avalos en Xia (2021)[36], Darpeix (2021)[37] en Dunne en Giuliana (2021)[38] dat de liquiditeitsratio's belangrijke aanjagers waren van terugbetalingen in het geval van LVNAV's, maar niet in het geval van VNAV's, wat wijst op mogelijke ongewenste drempeleffecten[39]. Gezien de omvang van de crisis en de wereldwijde economische situatie als gevolg van de pandemie hebben grote centrale banken een reeks maatregelen genomen om kapitaalmarkten te ondersteunen. Deze steun vond plaats door middel van:

- rechtstreekse aankoop van in nationale valuta uitgedrukte depositocertificaten en commercial papers (ECB[40], Bank of England[41], Federal Reserve) op de primaire of op de secundaire markt;
- uitbreiding van het beleenbare onderpand met ongedekte obligaties uitgegeven door banken (ECB);
- en kredietfaciliteiten voor banken om activa van geldmarktfondsen te kopen (Federal Reserve)[42].

Als gevolg van de interventie van centrale banken vertraagden de terugbetalingsverzoeken en verbeterde de liquiditeit op de onderliggende geldmarkten. Hoewel deze interventies in de eerste plaats gericht waren op het herstellen van het vertrouwen in de diepte en liquiditeit van markten voor kortetermijnfinanciering, hebben zij indirect ook voordelen opgeleverd voor Europese geldmarktfondsen.

---

35 ESMA, 2021, "Report on Trends Risks and Vulnerabilities", (verslag over trends, risico's en kwetsbaarheden), nr. 1, 2021.

36 Avalos, F. en Xia, D. (2021), "Investor size, liquidity and prime money market fund stress" (Beleggersomvang, liquiditeit en stress bij prime-geldmarktfondsen), BIS Quarterly Review Special Feature, blz. 17-29.

37 Darpeix, P.-E. en Mosson, N. (2021), "Detailed analysis of the portfolios of French money market funds during the COVID-19 crisis in early 2020" (Gedetailleerde analyse van de portefeuilles van Franse geldmarktfondsen tijdens de COVID-19-crisis begin 2020), AMF.

38 Dunne, P. en Raffaele, G. (2021), "Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?" (Versterken liquiditeitslimieten de terugbetalingen van geldmarktfondsen tijdens de COVID-crisis?), ESRB-werkdocument nr. 127.

39 ESMA, 14 februari 2022, "ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation" (ESMA-advies over de herziening van de verordening inzake geldmarktfondsen).

40 In maart 2020 kondigde de ECB verdere steun voor geldmarkten in euro aan door haar bestaande aankoopprogramma voor de bedrijfssector uit te breiden tot in euro uitgedrukt niet-financieel commercial paper met resterende looptijden van zelfs maar 28 dagen (verminderd ten opzichte van het eerdere minimum van 6 maanden). Hierdoor heeft het aankoopprogramma voor bedrijven van de ECB derhalve slechts indirect voordelen opgeleverd voor geldmarktfondsen in lokale valuta door bij te dragen tot het herstel van het vertrouwen in de onderliggende in EUR uitgedrukte markten.

41 Paolo Cavallino en Fiorella De Fiore, 5 juni 2020, "Central banks' response to COVID-19 in advanced economies" (Reactie van centrale banken op COVID-19 in geavanceerde economieën), BIS Bulletin nr. 21.

42 Niettemin kwamen de LVNAV's in USD van de EU niet in aanmerking voor de ECB-faciliteiten en de MMLF van de Federal Reserve, en hadden zij aanvankelijk te kampen met uitstromen, maar na de aankondigingen van de centrale bank hebben zij zich snel hersteld.

Uit de onrust op de markt van maart 2020 bleek dat sommige segmenten van de financiële markten niet in staat waren een aanzienlijke en plotse toename van de verkoopdruk op te vangen. Dit was wellicht ook het gevolg van het feit dat het liquiditeitsaanbod van handelaren beperkter was en minder snel op plotse stijgingen van de vraag reageerde dan vóór de financiële crisis van 2008. Niettemin hoefde geen enkel EU-geldmarktfonds in maart 2020 terugbetalingsvergoedingen of -beperkingen in te voeren of terugbetalingen op te schorten. Bovendien overschreed geen enkele LVNAV de in de MMF-verordening vastgestelde drempels die in VNAV moesten worden omgezet (de afwijking van de intrinsieke waarde op de markt ten opzichte van de constante intrinsieke waarde kwam voor sommige LVNAV's in USD dicht bij de 20 basispunten). Deze resultaten moeten echter met de nodige voorzichtigheid worden geïnterpreteerd en in context worden geplaatst gezien de interventies van de centrale bank ter ondersteuning van de markten.

Sinds februari 2022 hebben de Russische invasie van Oekraïne en de daarmee samenhangende geopolitieke spanningen gevolgen gehad voor de financiële markten, met name de grondstoffenprijzen en aanverwante afgeleide producten. Aangezien EU-geldmarktfondsen in zeer liquide activa met een korte looptijd en een minimaal kredietrisico beleggen, hebben zij geen aanzienlijke verliezen of uitstromen ondervonden. Geldmarktfondsen hebben zich aan de situatie aangepast door hun posities te richten op instrumenten met nog kortere looptijden die minder aan renterisico's zijn blootgesteld[43] en door hun liquiditeit te verhogen. Er zijn enkele tekenen van indirecte gevolgen voor beleggers die andere activa verkopen of die met margin calls worden geconfronteerd en EU-geldmarktfondsen aanspreken om liquiditeit op te slaan of er toegang toe te krijgen. De in- en uitstroom leken echter vrij evenwichtig en geen enkel EU-geldmarktfonds hoefde in deze situatie terugbetalingsvergoedingen in te voeren of terugbetalingen op te schorten.

In september 2022 had de ervaring met spanningen op de markten in het Verenigd Koninkrijk ook gevolgen voor EU-geldmarktfondsen met een aanzienlijke blootstelling aan Britse activa en/of beleggers uit het Verenigd Koninkrijk (met name Ierse geldmarktfondsen, waarvan ongeveer 60 % van hun investeerdersbasis in handen is van het Verenigd Koninkrijk). Volgens de beschikbare gegevens was er een indirect effect op in GBP uitgedrukte geldmarktfondsen, voornamelijk gekoppeld aan beleggers die snel toegang moesten krijgen tot liquiditeit na toegenomen margin calls en gedwongen verkopen, met name door fondsen met op passiva gebaseerde beleggingsstrategieën[44]. Sommige in GBP uitgedrukte geldmarktfondsen vertoonden een toename van de uitstroom (vijf fondsen kregen te maken met een cumulatieve uitstroom van meer dan 10 %)[45] kort na de aankondiging van de "minibegroting" van het Verenigd Koninkrijk op 23 september 2022.

De situatie is snel omgebogen na de interventie van de Bank of England ter ondersteuning van de markt voor overheidspapier. In oktober 2022 kenden in GBP uitgedrukte EU-geldmarktfondsen een instroom van bijna 30 %. Bovendien hebben in de laatste week van

---

43 Activa met een kortere looptijd krijgen te maken met een kleinere prijswijziging als gevolg van een schok in de rentevoeten. Gemiddeld hebben geldmarktfondsen hun gewogen gemiddelde looptijd aanzienlijk verlaagd, tot een dieptepunt in 10 jaar van 19 dagen ten opzichte van eerdere niveaus van bijna 50 dagen eind 2020 en 2021.

44 Deze strategieën zijn met name gebruikt door pensioenfondsen met vaste uitkeringen, die gebruik hebben gemaakt van hefboomwerking om hun activa en passiva in een omgeving met een lage rentevoet in overeenstemming te kunnen brengen.

45 ESMA, februari 2023, Report on Trends, Risks and Vulnerabilities (verslag over trends, risico's en kwetsbaarheden), nr. 1, 2023.

september 2022 in GBP uitgedrukte EU-geldmarktfondsen stappen ondernomen om hun veerkracht te versterken, na toename van het aandeel liquide activa in hun portefeuilles, waarbij zowel de dagelijkse als de wekelijkse liquiditeitsniveaus aanzienlijk zijn gestegen[46].

Hoewel één LVNAV-fonds bijna de wettelijke limiet voor afwijking van de intrinsieke waarde overschreed, lijkt de sector over het algemeen goed te hebben gepresteerd en te hebben voldaan aan zijn rol om kortetermijnliquiditeitsopslag te verstrekken. De op passiva gebaseerde beleggingsepisode benadrukt de rol van geldmarktfondsen als instrumenten voor liquiditeitsbeheer voor institutionele beleggers. Dit geeft ook aan hoe belangrijk het is dat de sector van de geldmarktfondsen tegen verschillende soorten economische schokken bestand blijft.

In maart 2023 werd na de beroering in de banksector geen significant effect op EU-geldmarktfondsen waargenomen. In de Verenigde Staten heeft de ondergang van de Silicon Valley Bank sommige depositohouders ertoe aangezet de veiligheid van bankdeposito's in twijfel te trekken, met name die welke boven de wettelijke beschermingslimiet lagen. Dit leidde tot een verschuiving naar Amerikaanse geldmarktfondsen, die hogere rendementen en meer flexibiliteit boden. Bovendien leidde de onrust in de banksector tijdens de laatste weken van maart 2023 tot een toegenomen instroom in de omgekeerde repo-faciliteit voor één dag van de Federal Reserve (ON RRP). Na de overname van Credit Suisse door UBS hebben EU-geldmarktfondsen ook aanzienlijke instromen waargenomen, waaronder 17,7 miljard EUR voor in euro uitgedrukte geldmarktfondsen in maart 2023, wat kan worden gezien als een aanwijzing dat marktdeelnemers de Europese MMF-sector als veerkrachtig beschouwen.

3. ADEQUAATHEID VAN DE MMF-VERORDENING UIT PRUDENTIEEL EN ECONOMISCH OOGPUNT

In het volgende deel wordt de adequaatheid van de MMF-verordening beoordeeld vanuit prudentieel en economisch oogpunt, overeenkomstig de vereisten van artikel 46, lid 2, van die verordening.

Geldmarktfondsen zijn een afzonderlijke categorie beleggingsfondsen, die nauw verweven zijn met enerzijds ondernemingen die actief zijn in de reële economie en de banksector, en anderzijds belangrijke onderdelen van de financiële markten. Zij hebben een belangrijke tweeledige economische functie als instrument voor het beheer van liquiditeit en kasmiddelen en als instrument voor financiering op korte termijn voor financiële en niet-financiële entiteiten. Zij zijn niet homogeen en hun structuur en risicokenmerken verschillen per rechtsgebied[47].

3.1. Geldmarktfondsen en door EU-lidstaten uitgegeven of gegarandeerd schuldpapier

Krachtens artikel 46, lid 2, punt b) en c), van de MMF-verordening moet de Commissie de rol beoordelen die geldmarktfondsen spelen bij de aankoop van door de lidstaten uitgegeven of

[46] ESMA, februari 2023, Report on Trends, Risks and Vulnerabilities (verslag over trends, risico's en kwetsbaarheden), nr. 1, 2023.

[47] FSB, 11 oktober 2021, Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience (Beleidsvoorstellen ter versterking van de veerkracht van geldmarktfondsen).

gegarandeerd schuldpapier en rekening houden met de kenmerken van dergelijke schulden en de rol die dit speelt bij de financiering van de lidstaten.

Vanwege de relatief lage liquiditeit en lange looptijden van door EU-lidstaten uitgegeven of gegarandeerde schuldinstrumenten, beleggen EU-geldmarktfondsen niet aanzienlijk in dergelijke effecten. In plaats daarvan betreft het grootste deel van de posities in overheidsschuld van EU-geldmarktfondsen landen van buiten de EU (119 miljard EUR eind 2021, 74 % van de totale blootstelling aan overheidsschuld). Met name de overheidsschuld van de Verenigde Staten is bijna volledig verantwoordelijk voor de posities in overheidsschuld van CNAV's (88 miljard EUR eind 2021). Voor LVNAV's was de overheidsschuld van de EU-overheid eind 2021 goed voor 36 % van hun blootstelling aan staatsobligaties, terwijl de Britse en Amerikaanse overheden ongeveer 60 % voor hun rekening namen. In tegenstelling tot andere soorten geldmarktfondsen zijn de meeste posities in overheidsschuld van VNAV's EU-instrumenten, die eind 2021 goed waren voor meer dan 75 % van hun blootstelling aan overheidsschuld[48]. VNAV's hebben echter over het algemeen een lager aandeel in de overheidsschuld dan andere soorten geldmarktfondsen (slechts 7 % van hun activa).

Op grond van de MMF-verordening mag overheidsschuld met een langere resterende looptijd[49] nog steeds maximaal 17,5 procentpunten tellen van de vereiste wekelijks vervallende activa van 30 % voor LVNAV of overheidsschuld-CNAV. Respondenten van de raadpleging geven aan dat het plafond van 17,5 % onverenigbaar lijkt met de behandeling van overheidsschuld in andere wetgevingskaders (punt 3.2). De MMF-verordening staat geldmarktfondsen echter toe tot 100 % van hun activa in overheidsschuld te beleggen en de beperkingen zijn uitsluitend gericht op liquiditeitsbuffers van LVNAV en overheidsschuld-CNAV's vanwege de langere looptijd en hogere volatiliteit van die activa in vergelijking met wekelijks vervallende activa. De respondenten van de raadpleging geven ook aan dat veel beleggers gebruikmaken van overheidsschuld-CNAV's omdat zij niet bereid of niet in staat zijn in kredietportefeuilles te beleggen. Dit is doorgaans het gevolg van specifieke zekerheids-, kapitaal- of regelgevingsvereisten, bv. vereisten dat kasposities alleen met overheidsschuld worden gedekt of regelgevingsvereisten zoals liquide activa van hoge kwaliteit. Andere beleggers geven aan dat, hoewel er met het oog op diversificatie in overheidsschuld-CNAV's wordt belegd, de omvang van deze markten niet groot genoeg is om aan de behoeften van sommige beleggers op het gebied van het beheer van kasmiddelen te voldoen.

3.2. Uniforme definities van hoge en uiterst hoge liquiditeit en kredietkwaliteit van overdraagbare activa

Krachtens artikel 46, lid 2, punt d), van de MMF-verordening moet de Commissie rekening houden met het in artikel 509, lid 3, van Verordening (EU) nr. 575/2013 bedoelde verslag.

In artikel 509, lid 3, van Verordening (EU) nr. 575/2013 werd de EBA opgedragen aan de Commissie verslag uit te brengen over passende uniforme definities van hoge en uiterst hoge liquiditeit en kredietkwaliteit van overdraagbare activa. Banken beleggen in deze activa om te

48 ESMA, 8 februari 2023: "EU MMF market 2023".

49 Zolang zij zeer liquide zijn en binnen één werkdag kunnen worden terugbetaald en afgewikkeld, kunnen dergelijke activa worden meegeteld voor wekelijks vervallende activa met een resterende looptijd van maximaal 190 dagen.

voldoen aan de wettelijke liquiditeitsvereisten volgens de regels die zijn vastgesteld door het Bazels Comité voor bankentoezicht.

De EBA heeft dit verslag op 20 december 2013 uitgebracht[50], met de aanbeveling haar empirische conclusies aan te vullen met een kwalitatief oordeel/deskundig oordeel dat ook op toezichtadvies voortbouwt. Op basis van de empirische analyse van een breed scala aan financiële activa die in de EU worden verhandeld, maakte de EBA een onderscheid tussen activa met een hoge liquiditeit en kwaliteit en activa met een uiterst hoge liquiditeit en kwaliteit. In overeenstemming met internationale normen heeft de EBA aanbevolen alle obligaties die zijn uitgegeven of gegarandeerd door overheden en centrale banken van de Europese Economische Ruimte in de nationale valuta, en ook die welke door supranationale instellingen worden uitgegeven of gegarandeerd, te beschouwen als overdraagbare activa met een uiterst hoge liquiditeit en kredietkwaliteit.

Liquiditeitsrisicobeheer voor vermogensbeheerders omvat een reeks waarborgen: gespreide looptijden, met name voor minder liquide activa, dagelijkse en wekelijkse liquiditeitssegmenten afhankelijk van de looptijd van de activa in de portefeuille, regels inzake de kredietkwaliteit van activa, kennis van de MMF-beleggersbasis en regels inzake het gedrag en de liquiditeit van de activa en hun correlatie. Sinds 2017 is er meer aandacht besteed aan het versterken van het beheer van het liquiditeitsrisico, onder meer door te werken aan stresstests voor geldmarktfondsen, transparantie en toezicht, de definitie van liquide activa en de vraag of activa in aanmerking komen voor liquiditeitsvereisten.

Volgens de EU-regels voor het beheer van activa kan de liquiditeit van een actief niet automatisch worden verondersteld en moet een passende liquiditeitstest worden uitgevoerd. Daartoe moeten vermogensbeheerders een passend risicobeheerproces invoeren, dat systematisch wordt geëvalueerd en aan hun beleggingsstrategieën en het type beleggers wordt aangepast (“Ken uw cliënt”-beleid). De liquiditeit en kredietkwaliteit worden per geval gemeten op het niveau van de financiële instrumenten en dat van de totale portefeuille.

Bijgevolg is dit wellicht niet automatisch het geval in de context van een geldmarktfonds, hoewel sommige activa volgens het EU-kader van het bankwezen als hoge of extreem hoge liquiditeit kunnen worden beschouwd, en zou een analyse per geval nodig zijn om de liquiditeit en kredietkwaliteit van de activa van een fonds te bepalen.

3.3. Impact van de MMF-verordening op de markten voor kortetermijnfinanciering

Op grond van artikel 46, lid 2, punt e), van de MMF-verordening moet de Commissie rekening houden met de impact van deze verordening op de markten voor kortetermijnfinanciering.

Geldmarktfondsen maken deel uit van het ruimere ecosysteem van kortetermijnfinanciering. De onrust in maart 2020 bracht bepaalde structurele kwetsbaarheden, gegevenslacunes en onzekerheden in de regelgeving op Europese markten voor kortetermijnfinanciering aan het licht. Hoewel deze buiten het toepassingsgebied van de MMF-verordening vallen, blijven zij belangrijk voor de goede werking van EU-geldmarktfondsen.

[50] Werkstroom 5 (WS 5): Verslag over de liquiditeitsdekkingsratio overeenkomstig artikel 481, lid 1, VKV (europa.eu).

De markt voor kortetermijnfinanciering is een over-the-counter-markt met handelaren als tussenpersoon. Er zijn aanwijzingen dat deze markt voor kortetermijnfinanciering versnipperd en ondoorzichtig is[51]. Relevante informatie is verspreid over meerdere handelsplatformen, die geen van alle een volledig beeld van de markt kunnen geven als gevolg van gedeeltelijke rapportage, onduidelijke reikwijdte van de maatregelen, inconsistente terminologie enz.

Uit de studie blijkt ook dat de activiteit op de secundaire markt (bod, aanbod, prijs, volume enz.) bijna volledig ondoorzichtig is. Dit maakt prijsvorming moeilijk, leidt tot inefficiënte praktijken op deze markten en maakt het geldmarktfondsen moeilijk om risico's in een stresssituatie naar behoren te monitoren. Het belet regelgevers ook om de structurele marktliquiditeit nauwkeurig te beoordelen. Meer transparantie zou ertoe kunnen bijdragen dat markten voor kortetermijnfinanciering dynamischer en veerkrachtiger worden, waardoor ook het aan geldmarktfondsen verbonden risico in geval van ernstige stress wordt verminderd.

De meeste respondenten van de raadpleging, waaronder respondenten uit de financiële sector en toezichthouders, wezen op de noodzaak om de transparantie te vergroten en de prijsvorming op de markten voor kortlopende effecten te helpen door meer informatie te eisen over wat wordt verhandeld en over uitstaande bedragen.

Bovendien bestaat, gezien de geringere liquiditeit en ondoorzichtigheid van deze markt, het risico dat marktstress kan worden doorgegeven aan andere geldmarktfondsen in wat een besmettingsdynamiek wordt genoemd. Om aan terugbetalingsverzoeken te voldoen, moeten geldmarktfondsen in voldoende liquide activa beleggen. Dergelijke liquide instrumenten zijn onder meer omgekeerde repo's (vaak voor één dag), schatkistpapier en bankdeposito's. Andere instrumenten (depositocertificaten, commercial paper) kunnen niet altijd snel worden verkocht (aangezien deze gewoonlijk tot de vervaldatum worden aangehouden en de secundaire markten onvoldoende diep zijn, waardoor het prijseffect bij verkoop toeneemt), maar zij hebben een zeer korte looptijd. Indien een run plaatsvindt, zouden geldmarktfondsen eerst de opbrengsten van vervallende activa gebruiken of hun omgekeerde repotransacties beëindigen om aan terugbetalingsverzoeken te voldoen. Als de run voortduurt, zouden geldmarktfondsen hun liquide activa verkopen zonder verder te beleggen in kortlopende instrumenten, waardoor ondernemingen hun financieringsbronnen plots zouden zien opdrogen.

In beginsel zou deze besmettingsdynamiek worden vermeden als geldmarktfondsen hun contanten zouden kunnen beleggen in instrumenten waarvoor een snelle terugtrekking niet tot besmetting van de markt zou leiden. Een instrument dat aan deze vereiste voldoet, is een deposito bij de centrale bank zelf. Een casestudy van een dergelijke regeling is te vinden in de Verenigde Staten, waar geldmarktfondsen hun overtollige kasmiddelen bij de overnight reserve repo (ON RRP) van de Amerikaanse Federal Reserve kunnen plaatsen. Deze faciliteit voorkomt niet alleen besmettingsdynamiek in situaties van liquiditeitsschaarste, maar biedt de Amerikaanse sector van de geldmarktfondsen ook een voordeel ten opzichte van Europese geldmarktfondsen in termen van flexibiliteit bij het beheren van hun liquiditeitsinstromen[52]. Dit werd geïllustreerd door de bankencrisis die werd veroorzaakt door de instorting van

51 Darpeix, P., maart 2022, "The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know" (De markt voor kortlopende schuldbewijzen in Europa: wat we weten en wat we niet weten), Autorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings.

52 Het besluit om een dergelijke liquiditeitsfaciliteit voor geldmarktfondsen te openen valt echter buiten de bevoegdheden van de Europese Commissie en valt onder de bevoegdheid van de ECB.

Silicon Valley Bank, wat dan weer leidde tot een toename van de instroom naar Amerikaanse geldmarktfondsen, met als gevolg een daaropvolgende toename van het gebruik van de faciliteit van de Federal Reserve in de laatste weken van maart 2023. Tegen maart 2023 hielden geldmarktfondsen en andere in aanmerking komende deelnemers meer dan 2,3 biljoen USD in die faciliteit aan[53].

3.4. Ontwikkelingen op het gebied van regelgeving op internationaal niveau

Op grond van artikel 46, lid 2, punt f), van de MMF-verordening moet de Commissie rekening houden met ontwikkelingen op het gebied van regelgeving op internationaal niveau.

Aan de pandemie gerelateerde gebeurtenissen veroorzaakten een sterke impuls om het regelgevingskader voor geldmarktfondsen verder te versterken. Dit heeft geleid tot verschillende voorstellen van de ESMA, het ESRB en de FSB om het regelgevingskader voor geldmarktfondsen te hervormen, systeemrisico's te beperken en ervoor te zorgen dat de MMF-sector bestand is tegen potentiële toekomstige liquiditeits- of marktstress. De door de verschillende autoriteiten en instellingen voorgestelde beleidsopties kunnen als volgt worden gegroepeerd: (1) het risico op runs verminderen (met name door de depositoachtige kenmerken van bepaalde geldmarktfondsen weg te nemen), (2) de liquiditeit van geldmarktfondsen en hun vermogen om verliezen op te vangen versterken, en (3) maatregelen om op toekomstige crises voorbereid te zijn. Deze voorstellen zijn opgenomen in tabel 2 en worden hieronder nader toegelicht.

Tabel 2 – Belangrijkste beleidsvoorstellen

Beleidsdoelstellingen	Beleidsvoorstellen	1) ESMA	2) ESRB	3) FSB
Het risico op runs verminderen	Schrapping van de mogelijkheid om geamortiseerde kostprijs voor LVNAV's te gebruiken	Ja	Ja	Ja
	Ontkoppeling van de activering van instrumenten voor liquiditeitsbeheer van regelgevingsdrempels voor LVNAV's en CNAV's	Ja	Ja	Ja
	Verplichting om beleggers de kosten van hun terugbetalingen terug te betalen		Ja	Ja
De liquiditeit van geldmarktfondsen en hun vermogen om verliezen op te vangen versterken	Regels voor het gebruik van instrumenten voor liquiditeitsbeheer	Ja	Ja	Ja
	Wijzigingen in de dagelijkse en wekelijkse liquiditeitsratio	Ja	Ja	
	Minimumratio voor belegging in overheidsschuld opleggen	Vrijwillige positie	Ja	
	De bruikbaarheid van de liquiditeitsposities in tijden van stress vergroten	Ja	Ja	
	Invoering van een minimaal risicosaldo			Ja
	Kapitaalbuffer			Ja
Overige maatregelen	Verbetering van het kader voor stresstests	Ja	Ja	
	Externe ondersteuning (opname van de ESMA-verklaring in de wet)	Ja		
	Regels inzake openbaarmaking van ratings van geldmarktfondsen	Ja		

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

	Meer geavanceerde rapportagevereisten	Ja	Ja	

- ESMA opinion to reform MMF Regulation (ESMA-advies over de hervorming van de MMF-verordening), 14 februari 2022.
- Aanbeveling van het ESRB over de hervorming van geldmarktfondsen, 25 januari 2022.
- Aanbevelingen van de FSB aan de G20 inzake de hervormingen van geldmarktfondsen, 11 oktober 2021 (Policy proposals to enhance money market fund resilience (Beleidsvoorstellen om de veerkracht van geldmarktfondsen te vergroten)).
- Ontwerpwijzigingen van de US Securities and Exchange Commission (SEC) voor MMF-regels, 15 december 2021 (MMF Reforms (MMF-hervormingen)) voor openbare raadplegingen.
- Gezamenlijke discussienota over geldmarktfondsen van de Financial Conduct Authority (FCA) en Bank of England, mei 2022 (Resilience of Money Market Funds (Veerkracht van geldmarktfondsen)) voor raadpleging tot en met 23 juli 2022.

(*) Voorstel om een minimumpositie in zeer liquide activa, met inbegrip van overheidsschuld, en een maximale positie van activa met een lagere liquiditeit op een markt onder druk (bv. 40 % in depositocertificaten en commercial paper van de particuliere sector) verplicht te stellen.
(**) De Bank of England en de Financial Conduct Authority overwegen een raadpleging te starten over de verwijdering van de stabiele intrinsieke waarde uit LVNAV's. LVNAV's zouden soortgelijke regels hebben als kortlopende VNAV's. Zij overwegen ook de omvang van de markt voor overheidsschuld-CNAV te beperken.

3.4.1. Het risico op runs verminderen

Internationale organisaties en toezichthoudende organen zoals het ESRB en de ESMA hebben aanbevolen om LVNAV's naar het voorbeeld van de Verenigde Staten tot fondsen met een variabele intrinsieke waarde om te vormen[54]. Een dergelijke wijziging zou tot doel hebben het risico op runs als gevolg van drempeleffecten te verminderen door beleggers minder mogelijkheden te bieden om van het geldmarktfonds tegen constante prijzen terug te betalen die in perioden van marktstress niet noodzakelijkerwijs de huidige marktwaarderingen van onderliggende activa weerspiegelen. Daartoe stellen zij voor om het gebruik van waardering tegen geamortiseerde kostprijs en de bijbehorende afronding op twee decimalen te verbieden, zodat LVNAV's een stabiele terugbetalingsprijs kunnen aanbieden.

Deze beleidsoptie zou echter leiden tot een radicale verandering voor de Europese MMF-markt en met name tot het verdwijnen van de LVNAV-markt. De overgang van een stabiele naar een variabele intrinsieke waarde zou de depositoachtige kenmerken van deze producten wegnemen, wat een van de belangrijkste doelen is die beleggers aanhalen voor het gebruik van deze geldmarktfondsen. De meerderheid van de respondenten van de raadpleging was vrij kritisch over het verwijderen van LVNAV's. De meeste respondenten waren zich bewust van het risico dat sommige beleggers in dat geval de MMF-markt zouden verlaten. De beperkte beschikbaarheid van economisch haalbare alternatieven en substituten voor LVNAV's zou ertoe kunnen leiden dat beleggers hun toevlucht nemen tot minder gereguleerde producten.

Als alternatief zouden huidige beleggers in LVNAV's kunnen beleggen in overheidsschuld-CNAV (momenteel 11 % van de markt), in geldmarktfondsen met vlottende intrinsieke waarde (met name kortlopend VNAV) of rechtstreeks op de kortetermijnmarkt. Uit de reacties op de raadpleging van belanghebbenden blijkt echter dat het segment van overheidsschuld-CNAV's te klein is om tegemoet te komen aan de behoeften van beleggers op het gebied van

[54] De Amerikaanse SEC heeft deze maatregelen in 2016 genomen. Voor de hervorming van de SEC moesten alle institutionele prime-geldmarktfondsen (dat wil zeggen niet-overheidsgeldmarktfondsen die door institutionele beleggers worden gebruikt) naar variabele intrinsieke waarde worden omgezet. Het resultaat van deze hervorming is dat activa die in deze Amerikaanse geldmarktfondsen zijn belegd, in de jaren voorafgaand aan de uitvoering van deze hervormingen sterk zijn gekrompen, ten voordele van geldmarktfondsen van de Amerikaanse overheid (die door een stabiele intrinsieke waarde worden gekenmerkt).

beheer van kasmiddelen en dat het niet aan hun vereisten inzake liquiditeit voldoet. Bovendien geven de respondenten aan dat de afschaffing van LVNAV's zou leiden tot een toename van de concurrentie om overheidsactiva, die door banken als liquide activa met hoge kwaliteit en door vele andere beleggers met het oog op liquiditeitsbeheer worden gebruikt.

Sommige respondenten geven aan dat kortlopende VNAV's een alternatief zouden kunnen zijn, maar wijzen op onzekerheden over hun boekhoudkundige behandeling als "geldmiddelen en kasequivalenten" in verschillende rechtsgebieden. Bovendien zouden dergelijke wijzigingen ook fiscale gevolgen hebben. De meeste respondenten van de raadpleging geven aan dat zij bankdeposito's als alternatieve instrumenten zouden gebruiken indien LVNAV's niet langer beschikbaar waren, ook al zouden bankdeposito's tot een groter kredietrisico van de tegenpartij leiden en de risicodiversificatie ten opzichte van de gediversifieerde portefeuilles van geldmarktfondsen sterk verminderen.

Over het algemeen waren de respondenten van de raadpleging ingenomen met het nut van LVNAV's en met name met het operationele gebruiksgemak voor beleggers dankzij de mogelijkheid om de koers van de aandelen binnen de 20 basispunten af te ronden. Mochten LVNAV's niet meer beschikbaar zijn, dan vrezen de respondenten een gebrek aan alternatieve mogelijkheden voor beleggings- en risicodiversificatie. Er moet ook rekening worden gehouden met de veerkracht van LVNAV's tijdens de onrust van maart 2020, aangezien geen LVNAV's gedurende deze periode instrumenten voor liquiditeitsbeheer hebben geactiveerd of naar VNAV's zijn omgezet.

3.4.2. De liquiditeit van geldmarktfondsen en hun vermogen om verliezen op te vangen versterken

Prudentiële en toezichthoudende organen hebben een reeks beleidsopties voorgesteld om geldmarktfondsen beter in staat te stellen te reageren op hoge terugbetalingsverzoeken en zowel het algemeen belang als de financiële stabiliteit te beschermen.

Hoewel het gebruik van instrumenten voor liquiditeitsbeheer en liquiditeitsniveaus in de MMF-verordening niet automatisch is gelinkt, kan een inbreuk op het minimum voor WMA-posities van 30 % mogelijk leiden tot het opleggen van terugbetalingsbeperkingen of -vergoedingen. Dit lijkt fondsbeheerders ertoe te hebben aangezet hun WMA-posities niet te gebruiken voor de financiering van toegenomen terugbetalingsverzoeken in maart 2020, omdat zij vrezen dat een overschrijding van het minimumniveau voor wekelijks vervallende activa tot nog meer terugbetalingsverzoeken zou leiden, aangezien beleggers de oplegging van instrumenten voor liquiditeitsbeheer anticiperen. Het volledig loskoppelen van het potentiële gebruik van instrumenten voor liquiditeitsbeheer van inbreuken op minimale liquiditeitsposities zou bijgevolg het vermogen van fondsbeheerders om hogere terugbetalingen in perioden van stress te financieren, kunnen vergroten. Dit voorstel krijgt tot dusver de grootste steun onder de belanghebbenden.

Het voorstel om bestaande limieten voor in aanmerking komende overheidsschuldactiva te versoepelen als onderdeel van liquiditeitssegmenten wordt sterk gesteund door de ECB, die wil dat beleggingen in deze activa verplicht worden gesteld. De standpunten van belanghebbenden zijn verdeeld over het bindende karakter en de omvang van beleggingen in dergelijke activa. Dit houdt verband met het variabele effect van dergelijke beleggingen op de winstgevendheid van geldmarktfondsen en de beschikbaarheid van in aanmerking komende overheidsschuld. Belanghebbenden uiten ook enige bezorgdheid over het verschuiven van liquiditeitsrisico naar de overheidsmarkt. Hoewel overheidsschuld een cruciaal instrument kan

zijn om de liquiditeit van geldmarktfondsen te beheren, heeft de recente crisis in het Verenigd Koninkrijk aangetoond dat het niet immuun is voor perioden van prijsvolatiliteit. Bovendien bestaat het risico dat een verhoging van de bestaande limieten voor in aanmerking komende overheidsschuldactiva ertoe zou leiden dat MMF-beleggingen te sterk in deze effecten worden geconcentreerd, terwijl diversificatie van beleggingen in verschillende activaklassen een belangrijke waarborg is.

Meer in het algemeen zijn de voorstellen om minimale posities in liquide activa te verhogen, hoewel zij inhoudelijk niet omstreden zijn, moeilijk uit te voeren en kunnen zij onbedoelde gevolgen hebben. Hoewel de regels inzake liquiditeitsdekkingsratio voorzien in een definitie van liquide activa met hoge kwaliteit, is het in de sector van het vermogensbeheer echt moeilijk om liquide activa te definiëren (zo kunnen overheidsobligaties ook met gespannen marktomstandigheden worden geconfronteerd). Daarnaast beheren MMF-beheerders liquiditeit volgens een holistische benadering, met inbegrip van gespreide looptijden, gebruik van omgekeerde repotransacties en de kenmerken van hun beleggersbasis (met inbegrip van beleggersconcentratie). Bovendien zouden extra harde drempelwaarden leiden tot rigiditeit bij de uitvoering van het beleid inzake liquiditeitsrisicobeheer van vermogensbeheerders, met inbegrip van stresstests, met mogelijke onbedoelde effecten.

Op basis van de rol en de functie van geldmarktfondsen zijn de belanghebbenden verdeeld over de daadwerkelijke impact van aanbevelingen om fondsbeheerders de mogelijkheid te bieden de kosten van terugbetalingen naar beleggers te verschuiven (door verschillende soorten op prijzen gebaseerde instrumenten voor liquiditeitsbeheer op te leggen, ook wel swing pricing genoemd), zoals aanbevolen door de FSB en het ESRB en voorgesteld door de Amerikaanse Securities and Exchange Commission. Naar aanleiding van de aanbevelingen van de FSB en het ESRB heeft het voorstel tot herziening van de richtlijnen inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (abi-beheerdersrichtlijn) en icbe's tot doel het scala aan instrumenten voor liquiditeitsbeheer voor fondsen in de EU uit te breiden en de wijze waarop deze worden gebruikt, te harmoniseren. EU-geldmarktfondsen zullen baat hebben bij de herziening van de abi-beheerdersrichtlijn/icbe, waarbij vermogensbeheerders de meest geschikte instrumenten voor liquiditeitsbeheer zouden kunnen kiezen uit een specifieke lijst.

De FSB heeft voorstellen gedaan om de capaciteit van geldmarktfondsen om verliezen op te vangen te vergroten, onder meer door beperkingen op te leggen aan de aandelen die onmiddellijk kunnen worden afgelost (dit staat bekend als "minimaal risicosaldo") en door geldmarktfondsen te verplichten kapitaalbuffers aan te houden, bijvoorbeeld buiten het geldmarktfonds, op een escrow-rekening die door fondsbeheerders wordt gefinancierd. Dit soort oplossingen zou het pioniersvoordeel voor beleggers verminderen, aangezien zij het risico dat verliezen aan resterende beleggers worden opgelegd, zouden beperken. Maar dergelijke oplossingen zijn ofwel niet getest en afhankelijk van aanzienlijke operationele aanpassingen (voor een "minimaal risicosaldo"), of zouden het duurder maken om geldmarktfondsen te exploiteren en dus waarschijnlijk leiden tot sluitingen van bepaalde fondsen (voor kapitaalbuffers) en tot lagere rendementen voor beleggers.

3.4.3. Overige maatregelen

De ESMA en de FSB hebben ook een aantal aanvullende maatregelen voorgesteld die niet rechtstreeks verband houden met de activiteiten van geldmarktfondsen en die nader moeten worden beoordeeld. Deze houden voornamelijk verband met rapportage en stresstests. Ook andere voorstellen van belanghebbenden zoals het versterken van het toezicht zouden verder kunnen worden beoordeeld.

3.5. Haalbaarheid van de totstandbrenging van een quotum voor de EU-overheidsschuld van ten minste 80 %

Op grond van artikel 46, lid 2, van de MMF-verordening moet de Commissie nagaan of het haalbaar is een quotum voor de EU-overheidsschuld van 80 % vast te stellen.

In dit verslag wordt rekening gehouden met de beschikbaarheid van kortlopende EU-overheidsschuldinstrumenten en wordt beoordeeld of LVNAV's een geschikt alternatief kunnen zijn voor overheidsschuld-CNAV's die gericht zijn op instrumenten in andere valuta's.

In overweging 56 van de MMF-verordening wordt gesteld dat een dergelijk quotum "*vanuit het oogpunt van prudentieel toezicht gerechtvaardigd kan zijn*", aangezien "*de uitgifte van kortlopende EU-overheidsschuldinstrumenten onder het Unierecht valt*". Er zijn echter twee belangrijke problemen die een dergelijk quotum in de praktijk onmogelijk maken.

De eerste moeilijkheid is de discrepantie tussen, enerzijds, de staatsschuld-CNAV's die momenteel in de EU beschikbaar zijn (die meestal in USD of GBP zijn uitgedrukt, met slechts één relatief kleine in EUR uitgedrukte overheidsschuld-CNAV[55]) en, anderzijds, de nominale waarde van de overheidsschuld in de EU. Uit gegevens van Darpeix[56] blijkt dat de overgrote meerderheid (ongeveer 90 %) van door EU-landen uitgegeven kortlopende schuldbewijzen (ongeacht of zij al dan niet tot de eurozone behoren) in euro is genoteerd, met slechts ongeveer 5 % in USD. De discrepantie tussen de nominale waarden van de fondsen zelf en de beschikbare overheidsschuldinstrumenten houdt in dat overheidsschuld-CNAV's van de EU voornamelijk beleggen in instrumenten die in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk worden uitgegeven[57].

Uit de resultaten van de openbare raadpleging blijkt dat zelfs met het opleggen van een quotum voor EU-overheidsschuld beleggers in CNAV's in USD en GBP om twee belangrijke redenen waarschijnlijk niet zouden overstappen naar in EUR uitgedrukte geldmarktfondsen voor overheidsschuld.

- Ten eerste omdat cliënten voornamelijk met de aspecten van het overheidsrisico en het valutarisico samen rekening houden. Zo verkiezen cliënten die in geldmarktfondsen in USD beleggen, posities in Amerikaanse schulden en valuta boven Europese schulden en valuta. Dit houdt ook nauw verband met de economische functie van geldmarktfondsen als opslagplaats voor liquiditeit in een bepaalde valuta.
- En ten tweede omdat er risico's zijn die verband houden met een geringe diversificatie en een relatief lage liquiditeit van in EUR uitgedrukte kortlopende overheidsschuld. Uit feedback van belanghebbenden blijkt dat geldmarktfondsen de voorkeur geven aan beleggingen in activa met een looptijd van minder dan drie maanden, wat moeilijk te bereiken is met de huidige markt voor in EUR uitgedrukte overheidsschuld.

---

55 Op basis van ESMA-gegevens, 8 februari 2023: "EU MMF market 2023" (Europese MMF-markt 2023).

56 Darpeix, P., maart 2022, "The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know" (De markt voor kortlopende schuldbewijzen in Europa: wat we weten en wat we niet weten), Autorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings.

57 Om verschillende redenen hebben geldmarktfondsen de neiging geen valuta's te mengen. Hoewel zij dit tot op zekere hoogte zouden kunnen doen door valutarisicoposities via valutaderivaten af te dekken, zou het bij substantieel gebruik te duur worden.

De tweede moeilijkheid is dat een dergelijk quotum negatieve gevolgen kan hebben voor de financiële stabiliteit. Banken hebben posities in overheidsschuld nodig om te voldoen aan de liquiditeitsvereisten van Bazel II. Een quotum voor de EU-overheidsschuld van ten minste 80 % zou betekenen dat geldmarktfondsen zich op dezelfde instrumenten als banken zouden richten. Als gevolg daarvan zou een groot aantal beleggers in dezelfde activaklasse beleggen, waardoor de risico's op besmetting en financiële instabiliteit in crisissituaties toeneemt als gevolg van gemeenschappelijke onderliggende posities, waardoor de link tussen financieel en overheidsrisico wordt versterkt.

In het licht van de voorgaande analyse blijft de gegrondheid van de totstandbrenging van een quotum voor de EU-overheidsschuld van ten minste 80 % voor EU-geldmarktfondsen twijfelachtig. Maar zelfs zonder een quotum op te leggen, zouden er na de recente stijging van de rentevoeten in de eurozone meer op de EUR gerichte overheidsschuld-CNAV's op de markt kunnen verschijnen, waardoor meer kortlopende overheidsschuld in EUR bij Europese overheidsschuld-CNAV's zou kunnen worden geplaatst.

4. CONCLUSIES

Met dit verslag wordt uitvoering gegeven aan het wettelijke mandaat uit hoofde van artikel 46, lid 1, en artikel 46, lid 2, van de MMF-verordening dat de Commissie bij het Europees Parlement en de Raad een verslag indient waarin de adequaatheid van de MMF-verordening vanuit prudentieel en economisch oogpunt wordt geëvalueerd.

Uit het verslag blijkt dat de MMF-verordening succesvol is geslaagd voor de test van de liquiditeitsstress die geldmarktfondsen hebben ondervonden tijdens de door COVID-19 veroorzaakte onrust op de markt van maart 2020, de recente renteverhogingen en de daarmee samenhangende aangepaste prijsvorming van financiële activa. Geen enkel in de EU gevestigd geldmarktfonds heeft tijdens deze stressgebeurtenissen terugbetalingsvergoedingen of -beperkingen hoeven in te voeren of terugbetalingen hoeven op te schorten. Evenzo hebben EU-geldmarktfondsen die zich op activa in GBP richtten, de terugbetalingsdruk als gevolg van de spanningen op de markt voor overheidspapier van september 2022 doorstaan.

Uit deze ervaringen blijkt dat de waarborgen in de MMF-verordening hebben gefunctioneerd zoals beoogd. Dit omvat de waarborgen die zijn ontworpen om geldmarktfondsen met een stabiele intrinsieke waarde (CNAV's en LVNAV's) in staat te stellen onder bepaalde voorwaarden gebruik te blijven maken van de methode van de geamortiseerde kostprijs zonder systeemrisico's te creëren en beleggers schade te berokkenen.

Door de invoering van een specifiek stelsel heeft de MMF-verordening het regelgevingskader voor geldmarktfondsen in de EU, waarvoor voorheen verschillende regels golden, aanzienlijk versterkt. Na vijf jaar toepassing van de MMF-verordening worden in dit verslag echter tekortkomingen vastgesteld die nader moeten worden beoordeeld. Uit de resultaten van de raadpleging van belanghebbenden en de recente marktontwikkelingen blijkt met name dat er ruimte zou kunnen zijn om de veerkracht van EU-geldmarktfondsen verder te versterken, met name door de mogelijke activering van instrumenten voor liquiditeitsbeheer los te koppelen van regelgevende liquiditeitsdrempels. Daarnaast wordt in dit verslag gewezen op structurele problemen die niets met geldmarktfondsen, en dus ook niet met de MMF-verordening te maken hebben, met inbegrip van problemen die verband houden met de onderliggende kortetermijnmarkten. Deze structurele problemen zouden nader moeten worden beoordeeld en worden momenteel ook grondiger geanalyseerd op het niveau van de FSB.

Ten slotte zullen EU-geldmarktfondsen baat hebben bij de lopende herziening van de abi-beheerders- en icbe-richtlijnen[58], die tot doel heeft nieuwe geharmoniseerde regels in te voeren om de beschikbaarheid van instrumenten voor liquiditeitsbeheer voor open-end-fondsen te vergroten. Dit nieuwe kader voor instrumenten voor liquiditeitsbeheer zal de veerkracht van het liquiditeitsbeheer van EU-geldmarktfondsen in stresssituaties verder versterken.

[58] Want geldmarktfondsen die in de EU actief zijn, moeten conform de abi-beheerdersrichtlijn of de icbe-richtlijn zijn opgericht en eraan voldoen. Het voorstel van de Commissie is te vinden op: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Financiele-diensten-herziening-van-de-EU-regels-voor-beheerders-van-alternatieve-beleggingsfondsen_nl