

Brüssel, 4.9.2013
SWD(2013) 316 final

KOMISJONI TALITUSTE TÖÖDOKUMENT
MÕJUHINNANGU KOMMENTEERITUD KOKKUVÕTE

Lisatud dokumendile:

Ettepanek: Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus rahaturufondide kohta

{COM(2013) 615 final}
{SWD(2013) 315 final}

1. SISSEJUHATUS

Euroopas on finantseerimisasutuste, äriühingute ja valitsuste jaoks rahaturufondid lühiajalise finantseerimise olulised allikad. Euroopas kuulub rahaturufondidele ligikaudu 22 % riikide või ettevõtlussektori emiteeritud lühiajalistest võlaväärtpaberitest. Rahaturufondidele käes on 38 % ELi pangandussektori emiteeritud lühiajalistest võlakohustustest¹. Nõudluse poolel on rahaturufondid lühiajalised rahavoogude juhtimisvahendid, mis tagavad suure likviidsuse, hajutatuse ja stabiilse väärtuse ning turupõhise tootluse. Rahaturufondide võimalusi kasutavad peamiselt äriühingud, kes soovivad üleliigset raha lühiajaliselt investeerida, näiteks kuni mõne suurema väljaminekuni, nagu palkade maksmine. Seega moodustavad rahaturufondid enam kui ükski teine investeerimisfond otsustava tähtsusega lüli lühiajalise raha nõudluse ja pakkumise vahel.

Rahaturufondid, milles valitsetakse ligikaudu triljoni euronit küündivaid varasid, esindavad sellist fondide kategooriat, mis erineb kõikidest muudest usaldusfondidest. Enamik rahaturufonde (moodustades ligikaudu 80 % varadest ja 60 % fondidest) tegutsevad vabalt võõrandatavatesse väärtpaberitesse ühiseks investeeinguks loodud ettevõtjate (eurofondide) direktiivis ette nähtud reeglite järgi. Keskmise rahaturufond on oluliselt suurem kui keskmine eurofond. Näiteks võib rahaturufond küündida 50 miljardi euronit.

Rahaturufondide süsteemse vastastikkuse seotuse tõttu nii emitentide kui ka panga sponsoritega on rahaturufondide tegevus olnud varipanganduse valdkonnas tehtava rahvusvahelise koostöö keskmes. Finantsstabiilsuse nõukogu ja muud institutsioonid, nagu Rahvusvaheline Väärtpaberijärelevalve Organisatsioon (IOSCO) ja Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu, on analüüsinud rahaturufonde ja nende süsteemset mõju. Rahaturufondid, eriti need, mis säilitavad stabiilse osakuhinna, on välja valitud nende hoiuselaadsete tunnuste tõttu.

2. PROBLEEMI MÄÄRATLUS

Rahaturufondid on investoritele mugavad vahendid, kuna pakuvad pangahoiustega analoogseid võimalusi: kohene juurdepääs likviidsusele ning väärtuse stabiilsus. Investorid peavad rahaturufonde turvaliseks ja suuremat hajutatust pakkuvaks alternatiiviks pangahoiustele. Tegelikult ei ole rahaturufondid midagi enam kui klassikalised investeerimisfondid, millega kaasnevad mis tahes investeeinguga seotud riskid. Seega, kui varade hinnad, millesse rahaturufondid on investeerinud, hakkavad langema, eelkõige halvenenud turutingimustes, ei saa rahaturufond alati kinni pidada lubadusest investoritele emiteeritud osakuid või aktsiaid koheselt tagasi võtta ning säilitada nende väärtus. Mõnel fondil võib olla võimalik aktsiate väärtust sponsortoetuse abil säilitada, samas kui teistel ei pruugi selleks kapitali olla. Negatiivne aspekt on see, et niipea kui investorid tajuvad ohtu, et rahaturufondid ei pruugi kinni pidada lubadusest tagada likviidsus ja stabiilne tagasivõtmine igal ajal, nõuavad nad tagasivõtmist, mis viib tõenäoliselt nn investorijooksuni.

¹ Prantsusmaal on rahaturufondide käes 45 % pankade väljastatud hoiusesertifikaatidest ja 35 % mittefinantsettevõtete väljastatud sertifikaatidest.

Investorijooksu iseloomustab tagasivõtmistaotluste massiline ja ootamatu esitamine suure hulga investorite poolt, kelle eesmärk on vältida kahjusid ja võtta oma vara tagasi võimalikult kõrge hinnaga. Investorijooks on süsteemselt oluline, sest see sunnib rahaturufonde oma varasid kiiresti müüma, et rahuldada esitatud tagasivõtmistaotlusi. Tagasivõtuspiraal ise kiirendab vara puhasväärtuse vähenemist, võimendades seeläbi vara puhasväärtuse üldist langust ning suurendades kartust, et rahaturg tervikuna on ebastabiilne.

Investorijooksuga seotud probleemid on süsteemset laadi, sest: 1) rahaturufondid on tihedalt seotud reaalmajandusega ja 2) rahaturufondid on seotud sponsoritega. Lisaks sellele on rahaturufondides toimuval investorijooksul ka investorite kaitsega seotud aspekt, sest hilisemad tagasivõtjad on varasemate tagasivõtjatega võrreldes ebasoodsamas olukorras.

Rahaturufondid asuvad mõnes üksikus liikmesriigis, kusjuures Prantsusmaa, Iirimaa ja Luksemburg moodustavad enam kui 95 % sellest turust, kui lähtuda valitsevate varade mahust. Sellest hoolimata on turg muude riikidega tihedalt seotud piiriüleste investeringute ja investorite suure osakaalu ning negatiivsete mõjude piiriülese ülekandumise tõttu rahaturufondi ja muus riigis asuva sponsori vahel.

Negatiivse mõju ülekandumine reaalmajandusele

Kriisi ajal ei ole rahaturufondide likviidsus olnud piisav, et rahuldada kõiki tagasivõtmistaotlusi. See viis mõned fondid tagasivõtmise ajutise katkestamise või muude piirangute kasutamiseni. Rahaturufondidesse lühiajaliste investeringute tegemise võimaluse äravõtmine investoritelt võib tähendada tagasilööki emitentidele, kes sõltuvad lühiajalisest finantseerimisest rahaturufondide kaudu. Kuna rahaturufondidel on pankade, äriühingute ja valitsuste lühiajalisel rahastamisel oluline osa, võib investorijooks tuua kaasa laiema ulatusega makromajanduslikke tagajärgi. Pankade vara moodustab rahaturufondidele antud triljoni euronit ulatuvatest finantsinstrumentidest suurima osa (85 %), valitsuste osakaal on ligikaudu 10 % ja äriühingute oma ligikaudu 5 %. Valitsused ja väga suured äriühingud kasutavad rahaturgu lühiajaliste laenude saamiseks paralleelselt panga krediidiinidega. Mis tahes negatiivse mõju ülekandumine lühiajalisele kapitaliturule võib seejärel tekitada otseseid ja ulatuslikke raskusi nn reaalmajanduse rahastamisel.

Negatiivse mõju ülekandumine sponsoritele

Rahaturufondid, eriti need, mis lubavad tagasivõtmist stabiilsete aktsiahindadega, on läbi aegade toetunud sponsorite vabatahtlikule kapitalile, et säilitada varade väärtuse langemise ajal oma vara puhasväärtust. Rahaturufondi sponsorid võivad otsustada anda toetust, et kompenseerida oma fondi varade puhasväärtuse langust. Sageli on sponsorid sunnitud toetama enda spondeeritavaid rahaturufonde kartusest, et nende fondide varade puhasväärtuse langus võib seoses mainelangusega päästa valla paanika, mis võib levida sponsori muudesse äridesse. Pangast sponsorite jaoks on selline risk veelgi kõrgem, sest paanika võib levida ka jaepanganduse kliendibaasini, mis võib omakorda tekitada pangale makseviivitusi.

Kriisi ajal täheldati mitmeid sponsortoetuse juhtumeid.

Suurem osa sponsoritest ei ole selliseks olukorraks valmis, sest „vaikimisi antud” tagatis ei ole registreeritud kui otsene tagatis. Kapitalivarusid ei looda kunagi nii, et need

hõlmaksid sponsortoetust. Seetõttu võib sponsortoetus, olenevalt fondi suurusest ja tagasivõtmise surve ulatusest kasvada mõõtmetereni, mis ületavad nende koheselt kättesaadavaid varusid. Rahaturufondide suurimad finantseerijad haldavad rahaturufondide ülemaailmseid varasid, mis on enam kui 250 miljardit eurot, samas kui mõningatel juhtudel on neil bilansis koheselt kättesaadavat raha vaid mõned sajad miljonid.

Investorite ebaõiglane kohtlemine

Aegamööda vähendab iga tagasivõtmiskorraldus fondi väärtust, sest fond on kohustatud müüma varasid suurenevate likviidsuskuludega. See annab eelise esimese sammu tegijale, sundides hilisemad tagasivõtjad (sageli jaeinvestorid) leppima kuludega, mida seostatakse enneaegse tagasivõtmisega. Seega toimub raha ülekandmine hilisematelt tagasivõtjatelt varasematele tagasivõtjatele. Tagasivõtmiskulud võivad panna hilisemad tagasivõtjad märkimisväärselt halvemasse olukorda, sest erinevused enne ja pärast tagasivõtmist võivad olla suured.

Tagajärjed

Kuna rahaturg ja sponsorid on süsteemselt olulised, võivad valitsused olla sunnitud sekkuma, kui rahaturgu peaks ähvardama kriis. USA ametiasutused on koostanud kava, tagada kogu rahaturufondidesse investeeritud raha. Riigiasutused Euroopas olid sunnitud negatiivse mõju ülekandumise peatamiseks samuti sekkuma. Saksamaa võttis vastu seaduse turu stabiliseerimiseks ja Luksemburg teatas, et võtab kõik vajalikud meetmed, et tagada riigi rahaturufondide stabiilsus. Euroopa üksustelt saadud tagasiside ei toetanud Euroopa turu kui terviku stabiilsuse tugevdamist, sest see kutsus esile investorite raha ümberpaigutamise rahaturufondidesse, mis said sellisest tagatisest kasu.

Rahaturufondi likvideerimisega seotud tagajärjed võivad olla investori jaoks ülimalt häirivad, sest tagasivõtmine võidakse peatada väga pikaks ajavahemikuks ja lõpuks tagastatava summa täpne suurus jääb sama pikaks ajaks lahtiseks. Oma raha rahaturufondi paigutanud äriühingute puhul võib tagasivõtmise ajutine peatamine viia võimetuseni katta selliseid kavandatud tegevuskulusid nagu palkade maksmine.

3. SUBSIDIAARSUSE ANALÜÜS

Riikide regulatiivsed lähenemisviisid piirduvad asjaomase liikmesriigiga. Rahaturufondi toote- ja likviidsusprofiili reguleerimine riiklikul tasandil toob kaasa riski, et kõik eri tooted müüakse rahaturufondidena. See tekitaks investorites segadust ning takistaks kogu liitu hõlmavate võrdsete tingimuste teket nende jaoks, kes pakuvad rahaturufonde kutselistele või jaeinvestoritele. Samuti suurendaksid rahaturufondi olulisi näitajaid käsitlevad riikide erinevad lähenemisviisid negatiivse mõju piiriülese ülekandumise ohtu, eelkõige kui emitendid ja rahaturufond asuvad eri liikmesriikides.

Kuna paljude Euroopas rahaturufonde pakkuvate ettevõtjate asukoht on mõnes muus liikmesriigis kui see, kus fonde turustatakse, on tõhusa raamistiku loomine rahaturufondi ja selle sponsorite vahel negatiivse mõju piiriülese ülekandumise ennetamiseks ülioluline. Probleem muutub eriti teravaks siis, kui sponsor asub liikmesriigis, kellel ei pruugi olla eelarvelisi vahendeid, et päästa makseviivitusse sattunud sponsorit. Kuna suurem osa rahaturufondidest asub peamiselt kahes ELi jurisdiktsioonis (Iirimaa ja

Luksemburgis), kus ei paikne ühtki sponsorpanka, tekib terav vajadus sponsortoetuse piiriülese mõõtme järele.

Seetõttu on vajalik Euroopa tasandi meede.

4. EESMÄRGID

Üldised eesmärgid on:

- 1) finantsstabiilsuse edendamine siseturul ja
- 2) rahaturufondide investorite kaitse tõhustamine.

Nimetatud üldiste eesmärkide saavutamiseks on vaja saavutada järgmised konkreetsema iseloomuga eesmärgid:

- 1) ennetada ohtu, et negatiivne mõju kandub üle reaalmajandusele;
- 2) ennetada ohtu, et negatiivne mõju kandub üle sponsorile;
- 3) vähendada ebasoodsaid tingimusi hilisematele tagasivõtjatele, eelkõige tagasivõtmise suhtes halvenenud turutingimustes.

Eespool loetletud konkreetsete eesmärkide saavutamiseks on vaja täita järgmised tegevuseesmärgid:

- 1) tagada fondile piisav likviidsus investorite tagasivõtmistaotlustega toimetulekuks;
- 2) muuta rahaturufondi struktuuri nii, et see säiliks stabiilsena ka ebasoodsates turutingimustes.

5. POLIITIKAVALIKUD

Esimese tegevuseesmärgi (tagada rahaturufondidele piisav likviidsus) täitmiseks analüüsisid komisjoni talitused erinevaid poliitikavalikuid, mis hõlmasid järgmisi võimalusi: kolm erinevat mehhanismi tagasivõtmistasu või tagasivõtmispiirangute kohta, üks likviidsuspuhvriga seotud valik, üks valik seoses varade kvaliteedi ja hajutamisega ning valikud, mis käsitlevad rahaturufondide klientide profiili koostamist.

Teise tegevuseesmärgi (tagada rahaturufondidele stabiilsus ka ebasoodsates turutingimustes) täitmiseks analüüsisid komisjoni talitused poliitikavalikuid, mis hõlmasid järgmisi võimalusi: üks võimalus seoses läbipaistvusega, kaks võimalust vara puhasväärtuse kõikumist nõudvaks hindamiseks, kaks valikut, mis käsitlesid puhasväärtuse puhvrite kehtestamist, üks panga staatusega seotud võimalus, üks võimalus, mis hõlmas vara kõikuva puhasväärtuse ja puhasväärtuse puhvri kombineerimist ja üks reitingut käsitlev valik.

6. VÄLJAVALITUD VÕIMALUSTE MÕJUDE HINDAMINE

Tegevuseesmärk 1: välja valiti sellised võimalused, mille eesmärk oli suurendada likviidsust kliendi parema tundmise abil

Selliste valikute seas, mille eesmärk oli tagada fondile piisav likviidsus investorite tagasivõtmistaotlustega toimetulemiseks, leidsid kõige enam poolehoidu portfelli varade likviidsuse suurendamine ja „tunne oma klienti” lähenemisviisi rakendamine. Samas vähendaksid need kolm valikut, mis põhinevad tagasivõtmistasu või -piirangute kehtestamisel, investorite silmis oluliselt rahaturufondide atraktiivust. Konsulteerimise tulemusel jõuti järeldusele, et sellised valikud võivad viia rahaturufondidesse paigutatud koguvarade vähenemiseni, mis jätaks reaalmajanduse ilma olulisest lühiajalise finantseerimise vahendist. Lisaks tekitab tagasivõtmise piiramise võimalus probleeme seoses nende võimaliku vastutsüklilise mõjuga, mis ei vähendaks, vaid hoopis suurendaks süsteemset riski.

Suurendades portfelli likviidsust ja tagades samal ajal, et portfell oleks piisavalt hajutatud ning et selles ei leiduks madala kvaliteediga varasid, on võimalik jõuda paremini eesmärgiks seatud rahaturufondi suutlikkuse tugevdamiseni, mille abil tulla toime investorite tagasivõtmistaotlustega. Teisest küljest on investoritele tagatud parem juurdepääs likviidsusele ja väiksem risk, mis omakorda suurendab fondi suutlikkust tulla toime suure hulga tagasivõtmistaotlustega. Nende valikutega kaasnevad kulud näivad olevat üsna tagasihoidlikud, sest enamik rahaturufonde on samas suunas viivad siseeeskirjad juba välja töötatud. Ka lühiajalistele võlaturgudele mõjuvate tagajärgedega näib olevat võimalik hakkama saada, sest vaid väga väike osa kõnealustest varadest on investeeritud lühiajalise intressikõvera pikka otsa. Poliitika, mis eeldab suure hulga tagasivõtmistaotluste üheaegset esitamist, et takista iseenesest veel massilise investorijooksu tekkimist, kuid on siiski tõhus vahend sisse- ja väljavoolu juhtimiseks ning selle rakendamine ei ole eriti kulukas.

Tegevuseesmärk 2: välja valiti sellised võimalused, mille eesmärk oli suurendada läbipaistvust, tagada stabiilne hindamine ja piirata reitingute kasutamist

Üldiselt suurendaksid kõik analüüsitud valikud erineval määral finantsstabiilsust, kuid ükski valik ei võimalda neid tulemusi saavutada ilma negatiivset mõju avaldamata. Välja valiti sellised võimalused, mille puhul on finantsstabiilsus ja kulud kõige paremini tasakaalus.

Hindamismetoodika reformimine taastab usu ilmsesse tõsiasja, et rahaturufondid on tavalised usaldusfondid, mis alluvad hinnakõikumistele. Amortiseeritud soetusmaksumuse ja ümardamismeetodi kasutamise abil on fondil võimalik stabiilset hinda säilitada. Turuhindades hindamise kasutamist nõudes antakse investoritele selgelt märku, et nende investeringuga seotud riskid lasuvad neil endil ja mitte fondi sponsoril. See vähendab sponsori motivatsiooni fondi toetada või võtab selle hoopis ära. Selle tulemusena väheneks probleemide edasikandumise võimalus sponsoritele ja pangasüsteemile. Vara puhasväärtuse kõikumine on seega valik, mis hinnati parimaks rahaturufondide sektori stabiliseerijaks, mis omakorda piirab edasikandumist pangasektoris. Samas ei saa välistada, et teatavad investorid ei soovi investeerida kõikuva väärtusega rahaturufondi, mis võib lõpuks viia rahaturusektori kokkukuivamiseni. Mõjud fondivalitsejatele näivad olevat piiratud.

Kuna ei ole päris kindel, et kõik rahaturufondi investorid kohanduvad vara kõikuva puhasväärtuse struktuuriga, võib rahaturufondi finantseerija säilitada ka stabiilse vara puhasväärtusega fondi. Kuid stabiilse puhasväärtusega rahaturufondi peaks toetama piisav puhasväärtuse puhver, mida rahastab fondi valitseja. Valiku puhul, milles on kombineeritud vara kõikuv puhasväärtus ja puhasväärtuse puhver, peavad stabiilsete rahaturufondide valitsejad rahastama puhvrit, mis moodustab vähemalt 3 %

rahaturufondi varadest, mida ta valitseb. Kriisi ajal vaadeldud sponsoortoetuse juhtudest (USA rahaturufondide puhul 123 juhtumit) ületas toetus 3 % vaid kolmel korral. Kui reservfond Reserve Primary Fund oma kohustused 2008. aastal täitmata jättis, kaotas ta Lehmani varadega seotud 1,5 %-se riskipositsiooni tõttu 3 % oma varadest. Puhver ei anna püsiva puhasväärtusega aktsiate omanikele täit garantiid, kuid nimetatud määr aitab leida tasakaalu fondivalitsejate rahastamisvõimaluste ja vajaduse vahel jõulise ja ohutu püsiva puhasväärtuse mudeli järele.

Kui vara puhasväärtuse kõikumist lubav valik on hea selle poolest, et selle abil on võimalik süsteemsete riskidega väga tõhusal ja lihtsal viisil hakkama saada, võetakse kahte süsteemi ühendavas valikus arvesse, et kui teha kõikidele rahaturufondidele kohustuslikuks muuta oma vara puhasväärtus kõikuvaks, võib see segada Euroopa majanduse üldist rahastamist.

Isegi kui püsiv vara puhasväärtus koos piisava puhasväärtuse puhvriga osutub paremuselt teiseks alternatiiviks vara kõikuva puhasväärtuse kõrval, võib rangete tingimuste järgimise korral soovitada mõlemast võimalusest koosnevat eespool nimetatud kombinatsiooni eesmärgiga tagada, et vara puhasväärtuse kõikumist lubav üldine poliitika ei segaks liialt Euroopa majanduse üldist lühiajalist rahastamist.

Selleks, et tagada läbipaistvus seoses valitud meetodiga, peavad fondivalitsejad suurendama oma tegevuse läbipaistvust investorite suhtes. Krediidireitingu alandamisele järgneva massilise investorijooksu probleemiga on võimalik hakkama saada üksnes reitingute kasutamise piiramisega vähemalt fondi tasandil.

Mõju kolmandatele riikidele

Varipanganduse valdkonnaga tegeletakse rahvusvahelisel tasandil. Rahvusvahelise Väärtpaberijärelevalve Organisatsiooni soovitusel rahaturufondide kohta ning nende heakskiitmine finantsstabiilsuse nõukogu poolt tähendab, et neid tuleb rakendada kõigi G20 jurisdiktsioonis. Eriti oluline on tagada, et rahaturufondide likviidsuse ja stabiilsusega seotud reforme kohaldatakse ühesugusel viisil, et vältida õiguslikku arbitraaži ja jurisdiktsiooniülest edasikandumist. Seetõttu peegeldavad käesolevas mõjuhinnangus välja valitud poliitikavalikud Rahvusvahelise Väärtpaberijärelevalve Organisatsiooni ja finantsstabiilsuse nõukogu soovitusi.

USA kui maailma suurim rahaturufondide turg nõuab erilist tähelepanu. Euroopa ja USA rahaturufondide turud on vastastikusel seoses. USAs paiknevad rahaturufondid on Euroopas emiteeritud rahaturuinstrumentide jaoks olulised investeerijad. Samuti on ka ELi rahaturufondid olulised investorid rahaturuinstrumentidesse, mis on emiteeritud USAs. Seega on rahaturufondid mõlemal pool Atlandi ookeani olulised finantseerimisallikad mitte üksnes oma kontinendi ettevõtjatest emitentide ja pankade jaoks, vaid ka teisel kontinendil asuvate samade üksuste jaoks. Ka USA asutused tegelevad praegu rahaturufondide reformimisega. USAGA ollakse tihedas dialoogis, et ühtlustada edaspidistes etappides vastuvõetavaid eeskirju.

7. SEIRE JA HINDAMINE

Komisjon on seadnud prioriteediks kõikide uute õiguslike meetmete järelhindamise. Ka kavandatav määrus läbib põhjaliku hindamise, et hinnata muu hulgas hinnang selle

tulemuslikkust ja tõhusust käesolevas aruandes esitatud eesmärkide saavutamisel ning otsustada uute meetmete või paranduste vajalikkuse üle.

Kõnealuse hindamise läbiviimiseks kasutatakse mitmesugustest teabeallikatest saadud näitajaid ja andmeid. Sellist teavet kasutatakse likviidsuse taseme, varade liikide ja rahaturufondide varade emitentide ja investorite jälgimiseks. Nende näitajate põhjal on võimalik teha järeldusi finantsstabiilsuse tagamiseks läbiviidava reformi mõjude kohta.