EIROPAS
KOMISIJA

Briselē, 4.9.2013.
SWD(2013) 316 final

KOMISIJAS DIENESTU DARBA DOKUMENTS

IETEKMES NOVĒRTĒJUMA KOPSAVILKUMS

Pavaddokuments dokumentam

Priekšlikums – Eiropas Parlamenta un Padomes Regula par naudas tirgus fondiem

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

1. IEVADS

Eiropā naudas tirgus fondi (NTF) ir svarīgs īstermiņa finansējuma avots finanšu iestādēm, uzņēmumiem un valdībām. Eiropā aptuveni 22 % īstermiņa parāda vērtspapīru, ko emitē valdības vai uzņēmumi, tiek turēti naudas tirgus fondos. NTF tiek glabāti 38 % no īstermiņa parāda vērtspapīriem, kas emitēti banku sektorā[1]. Attiecībā uz pieprasījumu NTF nodrošina īstermiņa skaidrās naudas pārvaldības instrumentu, kas nodrošina augsta līmeņa likviditāti, diversifikāciju, vērtības stabilitāti, kā arī ienesīgumu, kura pamatā ir tirgus nosacījumi. NTF galvenokārt izmanto uzņēmumi, kas vēlas ieguldīt savus brīvos naudas līdzekļus uz īsu termiņu, piemēram, līdz lielākiem izdevumiem, piemēram, algu izmaksas dienai. Tādēļ NTF vairāk nekā citi ieguldījumu fondi ir būtisks instruments, kas apmierina pieprasījumu un piedāvājumu attiecībā uz īstermiņa naudas līdzekļiem.

NTF rīcībā ir aktīvi aptuveni 1000 miljardu euro vērtībā, un NTF pārstāv fondu kategoriju, kas atšķiras no visiem citiem kopieguldījumu fondiem. Vairākums NTF, aptuveni 80 % aktīvu un 60 % fondu, darbojas atbilstoši noteikumiem, kas izklāstīti direktīvā par pārvedamu vērtspapīru kolektīvo ieguldījumu uzņēmumiem (PVKIU). Vidējais NTF lielums ievērojami pārsniedz PVKIU fonda vidējo lielumu. Piemēram, atsevišķs NTF var sasniegt 50 miljardu euro apmēru.

NTF sistēmiskās saistības, to savstarpējā atkarība no emitentiem un to banku sponsoriem ir bijusi pamatā starptautiskajam darbam, lai novērstu paralēlo banku sistēmu. Finanšu stabilitātes padome (FSP) un citas institūcijas, piemēram, Starptautiskā Vērtspapīru komisiju organizācija (*IOSCO*) un Eiropas Sistēmisko risku kolēģija (*ESRB*), ir analizējušas NTF un to sistēmisko ietekmi. Īpaša uzmanība tika pievērsta NTF, īpaši tiem NTF, kas saglabā stabilu ieguldījumu apliecību cenu, jo tiem ir noguldījumiem līdzīgas pazīmes.

2. PROBLĒMAS APRAKSTS

NTF ir ērts instruments ieguldītājiem, jo tie piedāvā pakalpojumus, kas līdzvērtīgi banku noguldījumiem: tūlītēju piekļuvi likviditātei un vērtības stabilitāti. Ieguldītāji NTF uzskata par drošu un daudzveidīgāku alternatīvu bankas noguldījumiem. Bet faktiski naudas tirgus fondi nav nekas vairāk kā klasiski ieguldījumu fondi ar ieguldījumiem piemītošajiem riskiem. Tādēļ, kad to aktīvu cenas, kuros sākotnēji ir ieguldīti naudas tirgus fondi, sāk mazināties, jo īpaši pastāvot saspringtiem tirgus apstākļiem, naudas tirgus fonds nevar vienmēr izpildīt ieguldītājiem doto solījumu nekavējoties dzēst ieguldījumu apliecības un saglabāt NTF emitētas akcijas vai ieguldījumu apliecības cenu. Daži fondi var spēt „pastutēt" ieguldījumu apliecību cenu, piešķirot sponsora atbalstu, bet citiem var nebūt kapitāla, lai to darītu. Negatīvā puse ir tā, ka, tiklīdz ieguldītāji pamana, ka pastāv risks, ka NTF var nespēt izpildīt likviditātes solījumu un jebkurā brīdī nodrošināt stabilu dzēšanas maksu, tie piesaka savus vērtspapīrus dzēšanai, iespējams, radot tā saukto ieguldītāju „aizplūšanu".

Ieguldītāju „aizplūšanai" ir raksturīgi lieli un pēkšņi vērtspapīru dzēšanas pieprasījumi, ko veic liela ieguldītāju grupa, kuri vēlas izvairīties no zaudējumiem un spēt dzēst par

[1] Francijā NTF tiek glabāti 45 % no noguldījumu sertifikātiem, ko emitējušas bankas, un 35 % no sertifikātiem, ko emitējuši uzņēmumi, kas nav finanšu iestādes.

augstāko iespējamo cenu. Ieguldītāju aizplūšana ir sistēmiski nozīmīga, jo tā liek NTF ātri pārdot savus aktīvus, lai varētu apmierināt neizpildītos dzēšanas pieprasījumus. Pati vērtspapīru dzēšanas spirāle paātrina fonda neto aktīvu vērtības (NAV) kritumu, tādējādi palielinot NAV samazinājumu un pastiprinot bailes, ka naudas tirgus kopumā ir nestabils.

Problēmas, kas saistītas ar ieguldītāju aizplūšanu, ir sistēmiskas šādu iemeslu dēļ: 1) naudas tirgus fondiem ir cieša saikne ar reālo ekonomiku; 2) to saikne ar sponsoriem. Bez tam NTF ieguldītāju aizplūšanai ir arī ieguldītāju aizsardzības aspekts, jo tie, kas vēlu piesaka savus vērtspapīrus dzēšanai, ir nelabvēlīgā situācijā salīdzinājumā ar tiem, kas to izdara agri.

Naudas tirgus fondi ir koncentrēti dažās dalībvalstīs, un FR, IE un LU pārstāv vairāk nekā 95 % no tirgus to pārvaldīto aktīvu izteiksmē. Tomēr tirgus ir savstarpēji cieši saistīts ar citām valstīm, jo pastāv liels īpatsvars pārrobežu ieguldījumu un ieguldītāju un sasaiste starp NTF un tā sponsoru, kas atrodas citās valstīs, pārrobežu negatīvās ietekmes izplatīšanās ziņā.

Negatīvās ietekmes izplatīšanās, pārejot uz reālo ekonomiku

Krīzes laikā NTF likviditāte nebija pietiekama, lai apmierinātu visus vērtspapīru dzēšanas pieprasījumus. Tādējādi daži fondi apturēja dzēšanu vai izmantoja citus ierobežojumus. Ja ieguldītājiem nebūs pieejami īstermiņa NTF ieguldījumi, tas var izraisīt rezonansi uz emitentiem, kas paļaujas uz īstermiņa finansējumu, izmantojot NTF. Tā kā NTF ir centrālā loma, nodrošinot īstermiņa finansējumu, piemēram, bankām, uzņēmumiem vai valdībām, ieguldītāju aizplūšana no NTF var radīt plašākas makroekonomiskās sekas. Bankas izmanto lielāko daļu (85 %) no finanšu instrumentiem 1000 miljardu euro vērtībā, ko emitējuši NTF, valdību daļa ir aptuveni 10 %, bet uzņēmumiem tā sasniedz aptuveni 5 %. Valdības un ļoti lieli uzņēmumi naudas tirgu izmanto kā līdzekli, lai iegādātos īstermiņa finansējumu paralēli banku kredītlīnijām. Jebkura negatīvas ietekmes izplatīšanās īstermiņa finansēšanas tirgū varētu radīt tiešas un lielas grūtības reālās ekonomikas finansēšanai.

Negatīvās ietekmes izplatīšanās, pārejot uz sponsoriem

NTF, īpaši tie, kuri sola dzēšanu ar stabilu ieguldījumu apliecības cenu, vēsturiski ir paļāvušies uz patstāvīgu sponsora kapitālu savas NAV saglabāšanai, ja aktīvu vērtības krītas. NTF sponsori var pieņemt lēmumu sniegt atbalstu, lai kompensētu sava fonda NAV. Sponsoriem bieži nākas atbalstīt savus sponsorētos NTF, baidoties, ka to NTF sarūkošā NAV reputācijas riska ietekmē var izraisīt paniku un tā varētu pāriet arī citiem sponsorētajiem uzņēmumiem. Banku sponsoriem risks ir vēl aktuālāks, jo panika var izplatīties bankas mazo darījumu klientu starpā, un tādējādi banka var nonākt situācijā, kad tā nespēj pildīt saistības.

Krīzes laikā tika novēroti vairāki gadījumi, kad sponsori sniedza atbalstu fondiem.

Sponsori lielākoties ir nesagatavoti šādām situācijām, jo „netiešā" garantija nav uztverta kā tieša garantija. Netiek veidotas kapitāla rezerves, piemēram, sponsora atbalsta segšanai. Tādēļ atkarībā no fonda lieluma un vērtspapīru dzēšanas spiediena apjoma sponsora atbalsts var sasniegt apjomus, kas pārsniedz to faktiski pieejamās rezerves. Lielākie NTF pakalpojumu sniedzēji pārvalda vairāk nekā 250 miljardus euro NTF

aktīvu visā pasaulē, tomēr dažos gadījumos nekavējoties pieejamo naudas līdzekļu apjoms to bilancē ir tikai daži simti miljoni.

Nevienlīdzīga attieksme pret ieguldītājiem

Notiekot ieguldītāju aizplūšanai, katrs dzēšanas pieprasījums liek fonda cenai samazināties, jo fondam, pieaugot likviditātes izmaksām, ir pienākums pārdot aktīvus. Tas rada priekšrocību tiem ieguldītājiem, kas pirmie iesniedz dzēšanas pieprasījumu, salīdzinājumā ar personām, kas vēlu piesaka savu vērtspapīru dzēšanu (bieži tie ir individuāli ieguldītāji) un kuriem ir jāsedz izmaksas, kas rodas saistībā ar pirmstermiņa vērtspapīru dzēšanu. Tādējādi pastāv naudas pārvešana no ieguldītājiem, kas vēlu pieteikuši savu vērtspapīru dzēšanu, uz tiem, kas to pieteikuši agri. Dzēšanas izmaksas var veidot būtisku nelabvēlīgu situāciju tām personām, kas vēlu piesaka savu vērtspapīru dzēšanu, jo atšķirība starp pirms un pēc dzēšanas var būt ievērojama.

Sekas

Tā kā naudas tirgus un sponsori ir sistēmiski nozīmīgi, valdības var būt spiestas iejaukties, ja naudas tirgū veidojas krīze. ASV iestādes ir izveidojušas plānu visas NTF ieguldītās naudas garantēšanai. Valsts iestādēm Eiropā arī bija jāiesaistās negatīvās ietekmes izplatīšanās apturēšanā. Vācija pieņēma likumu, lai stabilizētu tirgu, un Luksemburga paziņoja, ka tā darīs visu nepieciešamo, lai stabilizētu nacionālos NTF. Eiropas struktūru dažādā reakciju apliecība neveicināja Eiropas tirgus stabilitātes uzlabošanu kopumā, jo tā izraisīja ieguldītāju naudas pārvietošanu uz NTF, kuri bija labuma guvēji no šāda galvojuma.

Sekas, kas saistītas ar NTF likvidēšanu, var būt ļoti graujošas ieguldītājam, jo ieguldījumu apliecību dzēšana tiek apturēta uz iespējami ilgu laika periodu un uz tikpat ilgu laiku paliek neskaidrs, kāda ir precīzā atgūstamā summa. Gadījumā, ja uzņēmumi iegulda savus naudas līdzekļus NTF, izmaksu apturēšana var radīt nespēju veikt plānotos darbības izdevumus, piemēram, izmaksāt algas.

3. SUBSIDIARITĀTES ANALĪZE

Aplūkojamajās dalībvalstīs valstu reglamentējošās pieejas ir ierobežotas. Regulējot NTF produktu un likviditātes profilu tikai valsts mērogā, rodas risks, ka kā NTF tiek pārdoti atšķirīgi produkti. Tas radītu apjukumu ieguldītājiem un neļautu Savienības mērogā izveidot vienlīdzīgus konkurences apstākļus tiem, kas piedāvā NTF pakalpojumus profesionāļiem vai individuāliem ieguldītājiem. Tāpat dažādas valstu pieejas attiecībā uz būtiskām NTF īpašībām palielinātu pārrobežu negatīvās ietekmes izplatīšanās risku, īpaši, ja emitenti un NTF atrodas atšķirīgās dalībvalstīs.

Turklāt, tā kā daudzi uzņēmēji, kas Eiropā piedāvā NTF, atrodas citā dalībvalstī, nevis tajā, kurā fonds tiek reklamēts, stabilas sistēmas izveide ir būtiska, lai izvairītos no pārrobežu negatīvās ietekmes izplatīšanās starp NTF un tā sponsoru. Tas ir jo īpaši svarīgi, ja sponsors atrodas dalībvalstī, kurai var nebūt budžeta līdzekļu, lai nodrošinātu finanšu līdzekļus tāda sponsora glābšanai, kas nepilda savas saistības. Tā kā NTF pārsvarā atrodas divās ES jurisdikcijās (IE un LUX) un abas šīs ir jurisdikcijas, kurās neatrodas sponsorētājas bankas, sponsoru atbalsta pārrobežu aspekts kļūst īpaši nozīmīgs.

Tādēļ nepieciešams rīkoties Eiropas mērogā.

4. MĒRĶI

Vispārīgie mērķi ir šādi:

1) veicināt finanšu stabilitāti iekšējā tirgū;

2) uzlabot NTF ieguldītāju aizsardzību.

Lai sasniegtu šos vispārīgos mērķus, ir jāīsteno šādi konkrētāki politikas mērķi:

1) novērst risku, ka negatīvā ietekme pāries arī uz reālo ekonomiku;

2) novērst risku, ka negatīvā ietekme pāries arī uz sponsoru;

3) uzlabot to personu nelabvēlīgo situāciju, kas vēlu piesaka savus vērtspapīrus dzēšanai, īpaši saistībā ar vērtspapīru dzēšanu saspringtā tirgus situācijā.

Iepriekš minēto konkrēto mērķu sasniegšanai nepieciešams īstenot šādus darbības mērķus:

1) nodrošināt, ka fonda likviditāte ir pietiekama, lai apmierinātu ieguldītāja pieprasījumus veikt vērtspapīru dzēšanu;

2) pārveidot NTF struktūru, lai stabilitāti būtu iespējams saglabāt arī nelabvēlīgā tirgus attīstības situācijā.

5. POLITIKAS VARIANTI

Lai sasniegtu pirmo darbības mērķi (nodrošinātu NTF likviditātes pienācīgu līmeni), Komisijas dienesti ir analizējuši dažādus politikas variantus, kas aptver šādus aspektus: trīs dažādus dzēšanas maksu vai ierobežojumu mehānismus, vienu variantu par likviditātes rezervi, vienu variantu par aktīvu kvalitāti un diversifikāciju un variantus par NTF „klientu profilēšanu".

Lai sasniegtu otro darbības mērķi (aprīkotu NTF, lai tas varētu izturēt nelabvēlīgu tirgus attīstības situāciju), Komisijas dienesti ir analizējuši politikas variantus saistībā ar šādiem aspektiem: vienu variantu par pārskatāmību, divus variantus par vērtēšanu, kas pieprasa mainīgu NAV, divus variantus, kas paredz piemērot NAV rezerves, vienu variantu par bankas statusu, vienu variantu, kurā apvienota mainīga NAV un NAV rezerve, un vienu variantu par reitingu.

6. IZVĒLĒTO VARIANTU IETEKMES NOVĒRTĒJUMS

Pirmais darbības mērķis. Izvēlētie varianti ir varianti, kuru mērķis ir palielināt likviditāti un īstenot politiku „pazīsti savus klientus"

Lai nodrošinātu, ka fonda likviditāte ir pietiekama, lai apmierinātu ieguldītāju pieprasījumus vērtspapīru dzēšanai, varianti, kas paredz palielināt portfeļa aktīvu likviditāti un īstenot politiku „pazīsti savu klientu", saņem visaugstāko novērtējumu. Savukārt trīs varianti, kuru pamatā ir dzēšanas maksu vai ierobežojumu piemērošana, radikāli samazinātu NTF pievilcību ieguldītāju acīs. Apspriešanās rāda, ka šādi varianti varētu samazināt NTF pārvaldībā esošos kopējos aktīvus, tādējādi reālā ekonomika

zaudētu svarīgu īstermiņa finansēšanas instrumentu. Bez tam šie varianti, kuri ierobežotu dzēšanas iespējas, radītu jautājumus par to iespējamo pretējo ciklisko ietekmi, kas nevis mazinātu sistēmisko risku, bet gan to palielinātu.

Palielinot portfeļa likviditāti un tajā pašā laikā nodrošinot, ka portfelis ir pietiekami dažādots un netiek ieguldīts zemas kvalitātes aktīvos, labāk tiek sasniegts mērķis uzlabot NTF spēju apmierināt ieguldītāju dzēšanas pieprasījumus. No vienas puses, ieguldītāji iegūs no tā, ka tiem būs labāka piekļuve likviditātei un samazināts risks, un, no otras puses, tas uzlabos fonda spēju apmierināt lielus dzēšanas pieprasījumus. Šo variantu izmaksas šķiet salīdzinoši mērenas, jo lielākā daļa NTF jau ir izstrādājuši šajā virzienā vērstus iekšējus noteikumus. Sekas, kas rastos īstermiņa parāda tirgū, arī ir kontrolējamas, jo tikai pavisam neliela daļa aktīvu ir ieguldīti īstermiņa ienesīguma līknes daļā, kura attiecas uz ienesīgumu desmit gadu vai ilgākā laikā. Politika paredzēt lielus dzēšanas pieprasījumus pati par sevi nenovērsīs lielu pieprasījumu veikšanu, bet tomēr būs noderīgs instruments, vadot ienākošos un izejošos ieguldījumus, un to iespējams īstenot ar mazām izmaksām.

Otrais darbības mērķis. Izvēlētie varianti ir varianti, kuru mērķis ir palielināt pārskatāmību, nodrošināt stabilu vērtēšanu un ierobežot reitingu izmantošanu

Kopumā visi analizētie varianti (atšķirīgā līmenī) palielinātu finanšu stabilitāti, bet neviens no variantiem nesasniegtu šos rezultātus bez negatīvas ietekmes. Izvēlētie varianti ir tie, ar kuriem ir panākams labākais līdzsvars starp finanšu stabilitāti un izmaksām.

Reformējot novērtēšanas metodes, tiks atjaunota vispārzināmā patiesība, ka NTF ir parasti kopieguldījumu fondi, kas pakļauti cenas svārstībām. Amortizēto izmaksu un noapaļošanas metodes piemērošana ļauj fondam saglabāt stabilu cenu. Pieprasījums izmantot novērtēšanu pēc tirgus cenas skaidri norādīs ieguldītājiem, ka tie paši un nevis fonda sponsors uzņemas savu ieguldījumu risku. Tas samazinās vai pat novērsīs pamudinājumu sponsoram sniegt atbalstu fondam. Tiks samazināti kanāli, pa kuriem negatīvā ietekme izplatās uz sponsoriem un banku sistēmu. Tādējādi mainīgā NAV ir variants, kas ir visaugstāk novērtēts saistībā ar NTF sektora stabilizēšanu un negatīvās ietekmes izplatīšanās uz banku sektoru samazināšanu. Bet nevar izslēgt, ka daži ieguldītāji varētu nevēlēties ieguldīt mainīgas neto aktīvu vērtības NTF, kas neizbēgami varētu nozīmēt, ka NTF sektors samazinās. Ietekme uz pārvaldniekiem šķietami ir mazāka.

Tā kā saglabājas šaubas par to, vai visi NTF ieguldītāji pielāgosies mainīgās NAV struktūrai, NTF pakalpojumu sniedzējam būs iespēja saglabāt stabilas NAV fondu. Bet stabilas NAV NTF būs jāizmanto pienācīga NAV rezerve, ko finansēs tā pārvaldnieks. Izmantojot variantu, kurā ir apvienota mainīgā NAV un NAV rezerve, stabila NTF pārvaldniekam būs jāfinansē rezerve, ko veido vismaz 3 % no tā pārvaldībā esošajiem NTF aktīviem. Saskaņā ar novērojumiem attiecībā uz sponsoru atbalstu krīzes laikā (123 gadījumi ASV NTF) tikai trīs gadījumos atbalsts pārsniedza 3 %. Kad 2008. gadā *Reserve Primary* fonds nepildīja savas saistības, tas pazaudēja 3 % no savas riska pozīcijas *Lehman* aktīvos, kuras apmērs bija 1,5 %. Rezerve nedos pilnīgu garantiju nemainīgas NAV NTF turētājiem, bet šis līmenis nodrošina līdzsvaru starp vajadzību pēc spēcīga un droša nemainīgas NAV modeļa un fondu pārvaldnieku finansēšanas iespējām.

Lai gan mainīgas NAV variantam labā īpašība ir risināt sistēmiskus riskus ļoti efektīvā un vienkāršā veidā, variants, kurā tiek apvienotas abas sistēmas, apliecina faktu, ka, ja

visiem NTF būtu pienākums izmantot mainīgu NAV, tas būtu graujoši Eiropas ekonomikas finansējumam kopumā.

Pat ja stabila NAV ar atbilstošu NAV rezervi ir „otrā labākā" alternatīva mainīgai NAV, saspringtos apstākļos būtu ieteicams izmantot iepriekšminēto abu variantu apvienojumu, lai nodrošinātu, ka mainīgās NAV vispārējā politika graujoši neietekmē Eiropas ekonomikas kopējo īstermiņa finansējumu.

Lai skaidri norādītu izvēlēto metodi, pārvaldniekiem būs jāpalielina pārskatāmība attiecībā pret ieguldītājiem. Jautājumu par ieguldītāju masveida aizplūšanu, kas seko kredītreitinga pazemināšanai, var risināt tikai, ierobežojot reitingu izmantošanu vismaz fonda līmenī.

Ietekme uz trešām valstīm

Darbs attiecībā uz paralēlo banku sistēmu ir starptautisks. *IOSCO* izteiktie ieteikumi attiecībā uz naudas tirgus fondiem, kā arī tas, ka šos ieteikumus apstiprinājusi Finanšu stabilitātes padome, nozīmē, ka tie jāizpilda katrā G20 jurisdikcijā. Ir jo īpaši svarīgi nodrošināt, lai paredzētās reformas attiecībā uz NTF likviditāti un stabilitāti tiktu piemērotas vienotā veidā, lai izvairītos no regulatora arbitrāžas un starpjurisdikciju negatīvās ietekmes izplatīšanās. Tādējādi izvēlētie varianti šajā ietekmes novērtējumā atspoguļo *IOSCO* un FSP ieteikumus.

ASV, kas ir lielākais naudas tirgus fondu tirgus pasaulē, ir jāpievērš īpaša uzmanība. Abi NTF tirgi, proti, Eiropā un ASV, ir savstarpēji saistīti. NTF, kas atrodas ASV, ir svarīgi ieguldītāji naudas tirgus instrumentos, kas emitēti Eiropā. Un pretēji, ES NTF ir svarīgi ieguldītāji naudas tirgus instrumentos, kas emitēti ASV. NTF kā tādi abās Atlantijas okeāna pusēs ir svarīgs finansējuma avots ne tikai korporatīvajiem emitentiem un bankām viņu pašu kontinentā, bet arī struktūrām otrā kontinentā. ASV iestādes arī ir iesaistītas naudas tirgus fondu reformas procesā. Ir izveidots ciešs dialogs ar ASV, lai saskaņotu nākamos likuma izstrādes posmus.

7. UZRAUDZĪBA UN IZVĒRTĒŠANA

Komisijas prioritāte ir visu jauno tiesību aktu pasākumu *ex-post* novērtēšana. Arī nākamajai regulai tiks veikts pilnīgs novērtējums, lai cita starpā izvērtētu, cik efektīva un lietderīga tā ir bijusi, sasniedzot šajā ziņojumā izvirzītos mērķus, un lai lemtu, vai nepieciešami jauni pasākumi vai grozījumi.

Attiecībā uz rādītājiem un informācijas avotiem, ko varētu izmantot izvērtēšanas laikā, tiks izmantoti dati no dažādiem avotiem. Tie tiks izmantoti, lai uzraudzītu likviditātes līmeni, aktīvu veidus, aktīvu emitentus un NTF ieguldītājus. Izmantojot šos rādītājus, būs iespējams izdarīt secinājumus par reformas ietekmi uz finanšu stabilitāti.