EIROPAS
KOMISIJA

Briselē, 20.7.2023.
COM(2023) 452 final

KOMISIJAS ZIŅOJUMS EIROPAS PARLAMENTAM UN PADOMEI

par Eiropas Parlamenta un Padomes Regulas (ES) 2017/1131 par naudas tirgus fondiem piemērotību no prudenciālā un ekonomiskā viedokļa

SATURS

1. IEVADS ... 3

1.1. Konteksts ... 3

1.2. Ziņojuma juridiskais pamats ... 4

1.3. Metodika un apspriešanās process ... 4

2. NTF NOZARE ŠODIEN ... 5

2.1. Galvenās ar NTF regulu ieviestās izmaiņas ... 5

2.2. Tirgus struktūra šodien ... 7

2.3. Jaunākās norises tirgū un gūtā pieredze ... 10

3. NTF REGULAS PIEMĒROTĪBA NO PRUDENCIĀLĀ UN EKONOMISKĀ VIEDOKĻA ... 14

3.1. NTF un ES dalībvalstu emitēti vai garantēti parādi. ... 14

3.2. Vienotas augstas un ārkārtīgi augstas likviditātes un pārvedamu aktīvu kredītkvalitātes definīcijas ... 15

3.3. NTF regulas ietekme uz īstermiņa finansējuma tirgiem ... 15

3.4. Regulējuma attīstība starptautiskā līmenī ... 17

3.4.1. Noguldījumu masveida izņemšanas riska mazināšana ... 18

3.4.2. Stiprināt NTF pastaigu likviditāti un to spēju absorbēt zaudējumus ... 19

3.4.3. Citi pasākumi ... 20

3.5. Praktiska iespējamība izveidot ES valsts parāda kvotu vismaz 80 % apmērā ... 20

4. SECINĀJUMI ... 21

SAĪSINĀJUMI

AIFPD	Alternatīvo ieguldījumu fondu pārvaldnieku direktīva
NNAV	Nemainīgas neto aktīvu vērtības NTF
ECB	Eiropas Centrālā banka
EVTI	Eiropas Vērtspapīru un tirgu iestāde
ESRK	Eiropas Sistēmisko risku kolēģija
EUR	Euro
FSP	Finanšu stabilitātes padome
GBP	Lielbritānijas sterliņu mārciņa
ZSNAV	Zema svārstīguma neto aktīvu vērtības NTF
NTF	Naudas tirgus fonds
NTF regula	Regula (ES) 2017/1131 par naudas tirgus fondiem
NAV	Neto aktīvu vērtība
VKI	Valsts kompetentās iestādes
USD	ASV dolārs
PVKIU	Pārvedamu vērtspapīru kolektīvo ieguldījumu uzņēmumi
MNAV	Mainīgas neto aktīvu vērtības NTF
WMA	Aktīvi, kuru termiņš ir nedēļa

1. IEVADS

1.1. Konteksts

Regula (ES) 2017/1131 par naudas tirgus fondiem (NTF regula) tika ierosināta pēc globālās finanšu krīzes, kuras laikā visā pasaulē atklājās dažādi finanšu tirgu un to regulatīvo režīmu trūkumi. Kopš tās piemērošanas sākuma 2019. gada janvārī šī regula ir būtiski stiprinājusi NTF regulatīvo režīmu ES, ņemot vērā Finanšu stabilitātes padomes (FSP), Starptautiskās Vērtspapīru komisiju organizācijas (*IOSCO*)[1] un Eiropas Sistēmisko risku kolēģijas (ESRK) ieteikumus.

Jaunajam tiesiskajam regulējumam pārbaudījumu sagādāja COVID-19 pandēmijas izraisītā saspringtā tirgus situācija. Šīs spriedzes ietekme uz NTF dažādās jurisdikcijās bija atšķirīga NTF tirgu struktūru atšķirību dēļ (piemēram, galvenie NTF veidi, ieguldītāju profili un pamatā esošie ieguldījumi), kā arī NTF tiesiskā regulējuma atlikušo atšķirību dēļ. Lielākās centrālās bankas, piemēram, Eiropas Centrālā banka (ECB) un ASV Federālā rezervju sistēma, veica dažādus pasākumus ietekmes mazināšanai, t. sk. tiešu komerciālu vērtspapīru[2] iegādi primārajos un sekundārajos tirgos, nodrošinot aizdevumus bankām aktīvu iegādei no NTF (Federālā rezervju sistēma) un attiecinot atbilstošo nodrošinājumu refinansēšanas operācijām arī uz nenodrošinātām banku obligācijām (ECB). Šie intervences pasākumi uzlaboja likviditāti un uzticēšanos īstermiņa parāda tirgiem, kas arī sekmēja NTF atpakaļpirkšanas ātruma samazināšanos. Lai gan 2020. gada martā un citos periodos, kad tirgus situācija ir saspringta, bija ievērojamas izejošās naudas plūsmas no noteikta veida NTF, nevienam ES NTF netika prasīts piemērot atpakaļpirkšanas maksu vai ierobežojumus[3], vai arī apturēt atpakaļpirkšanu.

Pēc COVID-19 radītās saspringtās tirgus situācijas pasaules un Eiropas uzraudzības iestādes sāka darbu pie politikas priekšlikumiem NTF noturības celšanai. Jo īpaši FSP,[4] ESRK[5] un Eiropas Vērtspapīru un tirgu iestāde (EVTI)[6]ierosināja dažādas reformas, lai nodrošinātu, ka NTF nepalielina likviditātes šokus spriedzes apstākļos. Viens no šiem priekšlikumiem ir atcelt iespēju zema svārstīguma neto aktīvu NTF (ZSNAV) izmantot amortizēto izmaksu uzskaiti. Tomēr tas varētu samazināt NTF kā likviditātes pārvaldības alternatīvu banku noguldījumiem efektivitāti un ierobežot uzņēmumu skaidras naudas pārvaldības iespējas.[7]

---

[1] Starptautiskā Vērtspapīru komisiju organizācija (*IOSCO*) veica NTF reformu īstenošanas dažādās jurisdikcijās salīdzinošo izvērtēšanu un 2020. gada 20. novembrī publicēja tematisku pārskatu par naudas tirgus fondu reformu īstenošanas konsekvenci. Ziņojumā apstiprināts, ka sasniegtie regulatīvie mērķi lielā mērā atbilst sākotnējiem ieteikumiem.

[2] Komerciālie vērtspapīri: nenodrošināts solījums samaksāt noteiktu summu noteiktā atmaksas termiņā, kas emitēts kā uzrādītāja vērtspapīrs" (SVF, 2003). Komerciālos vērtspapīrus galvenokārt emitē nefinanšu uzņēmumi,

[3] atpakaļpirkšanas maksas kā likviditātes pārvaldības instruments, ar ko parasti piemēro fiksētu maksu ieguldītājiem, kuri pārdod fonda akcijas (parasti iepriekš noteiktā periodā). Atpakaļpirkšanas ierobežojumi ir likviditātes pārvaldības instruments, kas noteiktā laika periodā neļauj fonda ieguldītājiem izņemt daļu no sava kapitāla.

[4] FSP, 2021. gada 11. oktobris, Politikas priekšlikumi naudas tirgus fondu noturības uzlabošanai *(Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience)*

[5] ESRK, 2021. gada 2. decembris, Ieteikums par naudas tirgus fondu reformu

[6] EVTI, 2022. gada 14. februāris, EVTI atzinums par Naudas tirgus fonda regulas pārskatīšanu

[7] Privātā sektora parāda stabilas NAV NTF ir noguldījumiem līdzīgas īpašības, tie iegulda banku emitētās saistībās, un nefinanšu uzņēmumi tos izmanto kā likviditātes pārvaldības instrumentu.

1.2. Ziņojuma juridiskais pamats

Šis ziņojums ir sagatavots saskaņā ar NTF regulas 46. panta 1. punktu, kurā noteikts, ka Komisijai jāizvērtē NTF regulas darbība, pamatojoties uz esošo noteikumu analīzi no prudenciālā un ekonomiskā viedokļa un pēc apspriešanās ar EVTI un attiecīgā gadījumā ar ESRK, un atbilstīgi 6. panta 2. punktam, kurā precizēti nosacījumi, kas jāņem vērā šajā ziņojumā. Šajā pantā arī noteikts, ka Komisijai jāizvērtē, vai ir izdarāmas izmaiņas režīmā, kas attiecas uz valsts parāda NNAV NTF un ZSNAV NTF.

1.3. Metodika un apspriešanās process

Šā ziņojuma pamatā ir vairāki Eiropas un starptautisko struktūru veikti pētījumi. Gan FSP ziņojumā[8], gan EVTI atzinumā[9] izmantotas ieinteresēto personu atsauksmes. Pēdējā minētajā ziņojumos, kā arī ESRK ieteikumos[10] iekļauti plaši datu un pierādījumu kopumi no uzraudzības iestādēm. ECB ir publicējusi ES tiesiskā regulējuma efektivitātes novērtējumu no finanšu stabilitātes viedokļa, pamatojoties uz NTF rīcību COVID-19 krīzes laikā.[11] Šajā ziņojumā ir izmantoti arī akadēmiski darbi.

No 2022. gada 12. aprīļa līdz 20. maijam Komisija rīkoja apspriešanos ar ieinteresētajām personām nolūkā apkopot ieinteresēto personu viedokļus par NTF regulas darbību[12]. Atbildes iesniedza pavisam 48 respondenti. Vairāk nekā divas trešdaļas respondentu norādīja, ka NTF regula ir efektīvi sasniegusi tās galvenos mērķus attiecībā uz likviditātes nodrošināšanu, ieguldītāju aizsardzības līmeņa palielināšanu, negatīvas ietekmes izplatīšanās riska novēršanu un vienotā tirgus pārredzamības, uzraudzības un finanšu stabilitātes uzlabošanu. Šie respondenti uzskata, ka NTF regula ir veicinājusi kapitāla tirgu integrāciju un padarījusi NTF noturīgākus, jo īpaši pateicoties tās noteikumiem par kredītkvalitāti[13] un aktīvu sastāvu[14]. No ieinteresētajām personām saņemtās atsauksmes arī norāda, ka ir svarīgi nodrošināt noteikumu konsekvenci ES līmenī un stiprināt uzraudzību. Turklāt pārrobežu ieguldītāji arī atzinīgi vērtē to, ka NTF regula dod iespēju īstenot naudas līdzekļu pārvaldību visā pasaulē, piemērojot standarta procesu gan no grāmatvedības, gan riska pārvaldības viedokļa.

---

8 FSP, 2021. gada 11. oktobris, Politikas priekšlikumi naudas tirgus fondu noturības uzlabošanai *(Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience)*

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

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

11 ECB, 2022. gada oktobris, "Vai ES Naudas tirgus fonda regula ir piemērota tās mērķim? Covid-19 satricinājumos gūtā pieredze" *(Is the EU Money Market Fund Regulation fit for purpose? Lessons from the COVID-19 turmoil)*, darba dokumentu sērija, Nr. 2737

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

13 Regulas (ES) 2017/1131 (NTF regula) 19.–23. pants

14 Regulas (ES) 2017/1131 (NTF regula) 8.–18. pants

2. NTF NOZARE ŠODIEN

2.1. Galvenās ar NTF regulu ieviestās izmaiņas

Pirms NTF regulas ieviešanas lielākā daļa NTF Eiropas Savienībā darbojās saskaņā ar PVKIU direktīvas[15] noteikumiem, tās īstenošanas aktiem un pamatnostādnēm, kā arī nozares rīcības kodeksiem. Francija, Īrija un Luksemburga ir lielākās ES NTF rezidences valstis. Luksemburga un Īrija attīstīja NTF nozari ar NNAV ārvalstu valūtās, kas paredzētas institucionāliem ieguldītājiem no valstīm ārpus ES.

Ar NTF regulu ES tika ieviests īpašs un ievērojami sīkāk izstrādāts NTF regulatīvais režīms. Jo īpaši tās mērķis bija risināt ar kredītrisku un likviditātes risku saistītās problēmas, ar ko NTF saskārās 2008. gada krīzes laikā. Saskaņojot būtiskās NTF veidojošās produkta iezīmes, ar regulējumu tika izveidots arī vienots ieguldītāju aizsardzības līmenis, izmantojot noteikumus par likviditātes un likviditātes riska pārvaldību, tostarp likviditātes rezervēm, aktīviem, kuros NTF var ieguldīt, diversifikāciju, vērtēšanu un iekšējo kredītkvalitātes novērtējumu. Regula arī uzlaboja pārredzamību ieguldītājiem un uzraudzību, tostarp izmantojot visaptverošus ziņojumus valstu kompetentajām iestādēm (VKI).

Turklāt NTF regula skaidri aizliedz "ārējo atbalstu", lai izvairītos no negatīvas ietekmes riska starp NTF nozari un pārējo finanšu nozari. Politika "pazīsti savu klientu" uzliek par pienākumu visu veidu NTF pārvaldniekiem paredzēt vairāku ieguldītāju vienlaicīgas atpakaļpirkšanas ietekmi. Visiem pārvaldniekiem jebkurā grāmatvedības cikla laikā ir jāpielāgo faktiskais likviditātes līmenis savu klientu konkrētajām naudas vajadzībām.

Ar NTF regulu tika izveidots jauns NTF veids — ZSNAV, ar ko aizstāj NNAV, kas ieguldītas parādos, kas nav valsts sektora parādi. Līdzīgi kā valsts parāda NNAV, ZSNAV var izmantot amortizēto izmaksu uzskaiti, lai piedāvātu stabilu atpakaļpirkšanas cenu, bet tikai tiktāl, ciktāl pamatā esošo aktīvu vērtība neatšķiras par vairāk kā 20 bāzes punktiem no fonda neto aktīvu tirgus vērtības[16]. Abas vērtības publicē katru dienu. Ja novirze pārsniedz 20 bāzes punktus, ZSNAV fondam jāpārslēdzas no nemainīgas NAV uz mainīgo NAV[17].

Atbilstības nodrošināšana NTF regulai radīja noteiktas juridiskās un darbības izmaksas aktīvu pārvaldītājiem, kuriem bija jāpārceļ esošie fondi uz jauno režīmu, jāpalielina pārredzamība, jāuzlabo riska pārvaldības procesi un cieši jāuzrauga savi ieguldījumi un ar tiem saistītais kredītrisks un likviditātes risks, lai nodrošinātu atbilstību likviditātes prasībām. Izmaksas ietekmēja arī trešās personas — izplatītājus, platformas un glabātājus. NTF ieguldītājiem bija nepieciešams papildu laiks un resursi, lai izstrādātu ieguldījumu politiku, kontroli un pārraudzību saistībā ar regulējumu, finanšu līdzekļu pārvaldības sistēmām un grāmatvedības procesiem un lai nodrošinātu, ka revidentus apmierina jauno NTF fondu struktūras no naudas un naudas ekvivalentu viedokļa. Tomēr apspriešanas rezultāti nenorādīja uz pārmērīgām izmaksām un neatklāja būtisku vienkāršošanas potenciālu.

---

[15] Eiropas Parlamenta un Padomes Direktīva Nr. 2009/65/EK (2009. gada 13. jūlijs) par normatīvo un administratīvo aktu koordināciju attiecībā uz pārvedamu vērtspapīru kolektīvo ieguldījumu uzņēmumiem (PVKIU).

[16] Valsts parāda NNAV un ZSNAV atšķirības iezīme ir NAV noapaļošana līdz otrajai decimāldaļai, kas tomēr ir iespējama tikai 20 bāzes punktu koridorā ZSNAV (salīdzinot 4. decimāldaļu MNAV). Noapaļošana nozīmē, ka ieguldītājiem, atpakaļpērkot akcijas, nav jāatzīst ļoti neliels nerealizētais kapitāla pieaugums un zaudējumi portfelī.

[17] NTF regulā noteikti vairāki citi portfeļa un vērtēšanas noteikumi, kuru mērķis ir ieguldītāju aizsardzība un finanšu tirgus stabilitāte.

Eiropas Fondu un aktīvu pārvaldības asociācija savā 2020. gada oktobra tirgus apskates pētījumā norādīja, ka ar NTF regulu ieviestās stingrās regulatīvās prasības un pieaugošās regulatīvās atbilstības nodrošināšanas izmaksas 2019. gada pirmajā ceturksnī izraisīja PVKIU NTF skaita samazināšanos par 16 %, jo vairāki aktīvu pārvaldītāji izvēlējās slēgt savus NTF, jo īpaši mazos, vai arī pārvērst tos īstermiņa obligāciju fondos. Turklāt daži fondi vairs neatbilda stingrākajām regulatīvajām prasībām, kas noteiktas NTF regulā, un tāpēc vairs nav kvalificējami kā NTF. Neraugoties uz NTF skaita samazināšanos, Eiropas NTF 2019. un 2020. gadā piedzīvoja spēcīgas neto ienākošās naudas plūsmas.

1. tabula. ES NTF galvenās īpašības un aizsardzības pasākumi

	Īstermiņa NTF			**MMF — standarta pieeja**
	Stabila NAV		**Mainīgā neto aktīvu vērtība (MNAV)**	
Nosaukums	Valsts parāda nemainīga neto aktīvu vērtība (valsts parāda NNAV)[18]	Zema svārstīguma neto aktīvu vērtība (ZNNAV)[19]	Īstermiņa MNAV[20]	Standarta MNAV[21]
Valsts parāds	Vismaz 99,5 % valsts parāda, līgumi par aktīvu pirkšanu ar atpārdošanu, kas nodrošināti ar valsts parādu un skaidrā naudā	Atļauta		
Vidējais svērtais termiņš[22]	Ne vairāk kā 60 dienas			Ne vairāk kā 6 mēneši
Vidējais svērtais darbības laiks[23]	Ne vairāk kā 120 dienas			Ne vairāk kā 12 mēneši
Aktīvu termiņš	Ne vairāk kā 397 dienas			Ne vairāk kā 2 gadi ar 397 dienu pārskatīšanas termiņu
Aktīvi, kuru termiņš ir diena	Vismaz 10 %		Vismaz 7,5 %	
Aktīvi, kuru termiņš ir nedēļa	Vismaz 30 % (no tiem valsts parāds nepārsniedz 17,5 %)		Vismaz 15 %	

18 Valsts parāda nemainīgas neto aktīvu vērtības NTF saskaņā ar NTF regulas 2. panta 11. punktu

19 Zema svārstīguma neto aktīvu vērtības NTF saskaņā ar NTF regulas 2. panta 12. punktu

20 MNAV NTF, ko pārvalda kā īstermiņa NTF saskaņā ar NTF regulas 2. panta 14. punktu

21 MNAV NTF, ko pārvalda kā standarta NTF saskaņā ar NTF regulas 2. panta 15. punktu

22 Kā definēts NTF regulas 2. panta 19. punktā.

23 Kā definēts NTF regulas 2. panta 20. punktā.

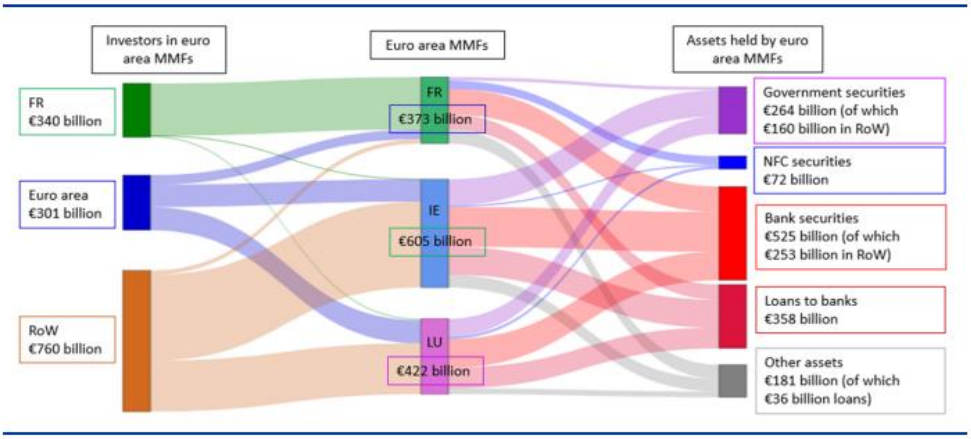
2.2. Tirgus struktūra šodien

NTF regulas 46. panta 2. punkta a) apakšpunktā noteikts, ka Komisijai jāanalizē šīs regulas piemērošanā gūtā pieredze un ietekme uz ieguldītājiem, NTF un NTF pārvaldniekiem Savienībā.

Eurozonas NTF kopējie aktīvi 2021. gada beigās bija aptuveni 1,5 triljoni EUR, sadalīti starp valsts parāda NNAV (11 % no kopējiem pārvaldītajiem aktīviem), ZSNAV (46 %), īstermiņa MNAV (12 %) un standarta MNAV (31 %). ES NTF galvenokārt denominēti EUR (42 %), USD (31 %) un GBP (22 %), un ir koncentrēti dažās valstīs, galvenokārt Īrijā, Luksemburgā un Francijā, kas sastāda attiecīgi 42 %, 26 % un 25 % no kopējiem ES NTF pārvaldītajiem aktīviem[24].

Valsts parāda NNAV un ZSNAV galvenokārt denominētas USD un GBP, un to domicils ir Īrijā un Luksemburgā. Euro denominētie NTF galvenokārt ir strukturēti kā standarta MNAV, un to domicils lielākoties ir Francijā (no 2021. gada decembra — 192 fondi).

1. attēls. Kas iegulda eurozonas NTF un kur šie NTF iegulda tālāk?
Avots: ECB Makroprudenciālās uzraudzības biļetens, 2021. gada aprīlis



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.

Lielākā daļa eurozonas NTF akciju/daļu pieder korporatīvajiem un institucionālajiem ieguldītājiem, kā redzams 2. attēlā[25]. Profesionālie ieguldītāji sastāda 95 % no NAV attiecībā uz NNAV un 99 % ZSNAV. Attiecībā uz MNAV privāto ieguldītāju daļa ir nedaudz lielāka — 13 % un 12 % attiecīgi īstermiņa un standarta MNAV[26].

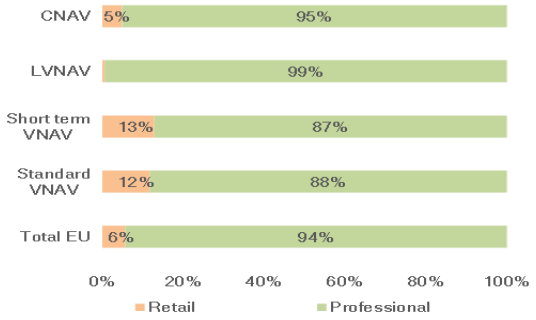
Kā redzams 3. attēlā, finanšu iestādes ir galvenie ieguldītāji dažāda veida NTF un sastāda 59 % no NAV, savukārt nefinanšu komercsabiedrības veido 19 % no NAV.

Ieguldītāji no trešām valstīm dominē Luksemburgā un Īrijā, kā redzams 4. attēlā. Ieguldītāji no trešām valstīm sastāda vairāk nekā 77 % no Īrijas NTF NAV un gandrīz 63 %

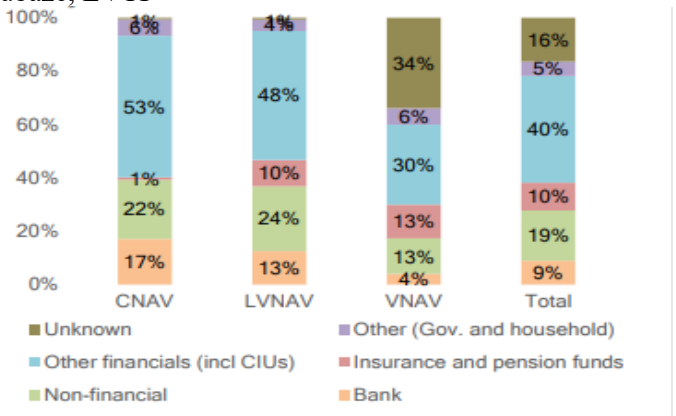
24 Sk. arī EVTI un ESRK ziņojumus.
25 EVTI, 2023. gada 8. februāris: "ES NFT tirgus 2023. gadā"
26 To lielā mērā nosaka Francijā bāzēti NTF, kuros privāto ieguldītāju daļa veido 12 % no NAV dēļ darbinieku uzkrājumu shēmām.

Luksemburgā. Īrijas NTF tie galvenokārt ir Apvienotajā Karalistē bāzēti ieguldītāji (60 % no to ieguldītājiem, pamatojoties uz to īpašumā esošo summu). Tas atspoguļo to NTF nozīmi, kas denominēti trešo valstu valūtās un kuru domicils ir šajās dalībvalstīs. Turpretī Francijas vietējie ieguldītāji sastāda gandrīz 76 % no NAV Francijā.

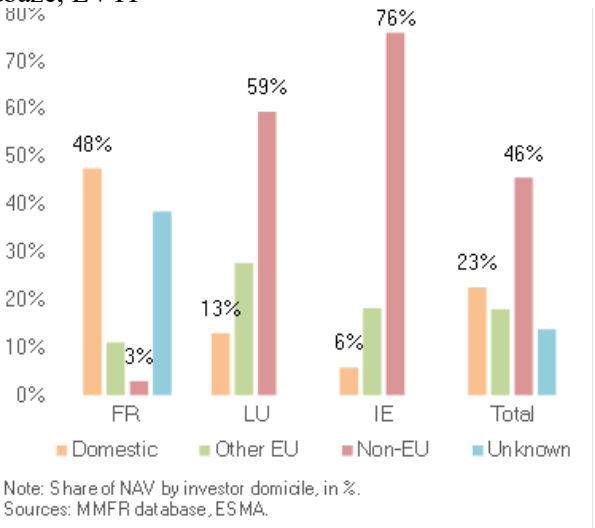
2. attēls. Privātie un profesionālie NTF ieguldītāji (% no kopējās NAV)
Avots: EVTI 2023. gada tirgus ziņojums



3. attēls. NTF ieguldītāju veidi pa nozarēm (% no kopējās NAV)
Avots: NTF regulas datubāze, EVTI



4. attēls. NAV īpatsvars pēc ieguldītāja domicila (%)
Avots: NTF regulas datubāze, EVTI



Diskusijās ar NTF ieguldītājiem un apspriešanās ar ieinteresētajām personām saņemtajās atbildēs uzsvērts, ka ieguldītāju ieguldījumu izvēlē vissvarīgākie ir šādi kritēriji: tekošās dienas/dienas likviditāte, kapitāla saglabāšana un diversifikācija. Ieguldītāji min arī citas ES

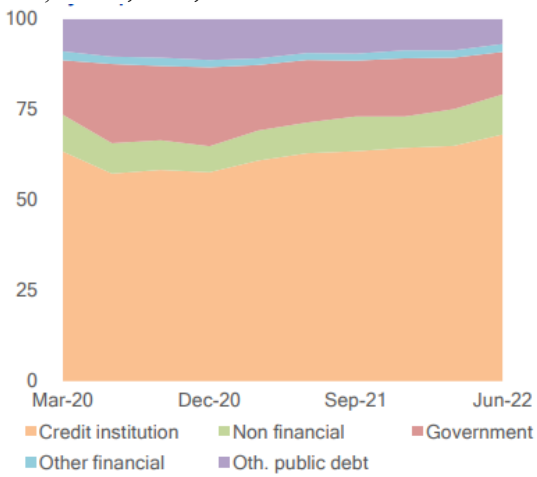
NTF īpašības, piemēram, portfeļa kvalitāti un peļņas līmeni, kā svarīgu aspektu, izvēloties ieguldīt. NTF galvenokārt tiek izmantoti kā naudas pārvaldības instruments.

NTF akcijas uzskata par "naudu un naudas ekvivalentiem" saskaņā ar 7. SGS[27]. Tas attiecas uz NNAV un ZSNAV to stabilās vērtības un tekošās dienas atpakaļpirkšanas iespējas dēļ. Dažās jurisdikcijās šo grāmatvedības metodi piemēro arī MNAV. Komisijas apspriešanās laikā saņemtās atbildes liecina, ka, spiežot uzņēmumus ieguldīt citos instrumentos ar atšķirīgām īpašībām, tiktu radīta nenoteiktību attiecībā uz šo produktu uzskaiti grāmatvedībā kā "naudu vai naudas ekvivalentu", kā arī ierobežotu uzņēmumu naudas pārvaldības iespējas, jo citi instrumenti, iespējams, nepiedāvā tekošās dienas likviditāti.

Valsts parāda NNAV 99,5 % no saviem aktīviem jāiegulda valsts parādos, līgumos par aktīvu pirkšanu ar atpārdošanu, kas nodrošināti ar valsts parādu, un skaidrā naudā. ZSNAV un MNAV galvenokārt iegulda naudas tirgus instrumentos (67 % no to kopējiem aktīviem), ko papildina noguldījumi, repo līgumi un līgumi par aktīvu pirkšanu ar atpārdošanu, kā arī citi īstermiņa aktīvi.

Kā parādīts 5. attēlā, ES NTF galvenokārt ir pakļauti finanšu nozares, tostarp kredītiestāžu riska darījumiem, kuru vērtspapīri veido vairāk nekā 60 % no kopējiem ES NTF turētajiem naudas tirgus instrumentiem. Riska darījumi ar nefinanšu komercsabiedrībām joprojām ir ierobežotā apmērā (10 % no naudas tirgus instrumentiem), un tos tur galvenokārt MNAV[28]. Kopumā ES NTF turējumā ir 50–70 % euro denominētu finanšu komerciālo vērtspapīru un apgrozāmu noguldījumu sertifikātu[29] (FSP, 2021).

5. attēls. NTF turētie naudas tirgus instrumenti galvenokārt ir pakļauti finanšu nozares ietekmei (% no naudas tirgus instrumentu turējumiem)
Avots: NTF regulas datubāze, *Eikon*, VKI, EVTI



Kā parādīts 6. attēlā, lielākā daļa ES NTF valsts parāda riska darījumu ir ar trešām valstīm (74 % no valsts riska darījumiem 2021. gada beigās). Minētos riska darījumus galvenokārt tur NNAV. Pēdējais minētais ievērojami samazināja valsts obligāciju turējumus no 62 % no

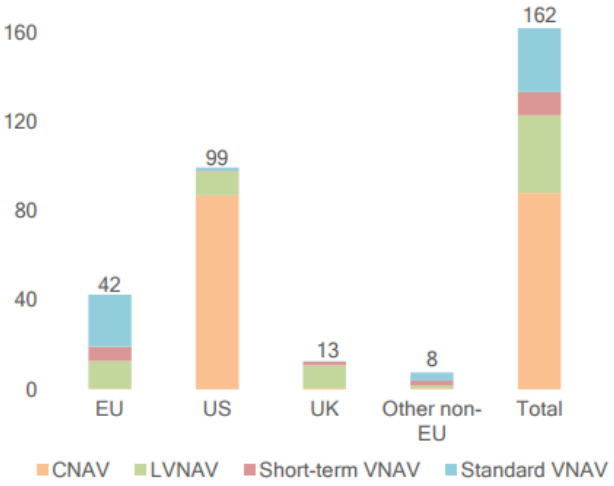
[27] Regula (ES) Nr. 1126/2008, 7. starptautiskā grāmatvedības standarta 6. punkts: "*Naudas ekvivalenti ir īstermiņa ieguldījumi ar augstu likviditāti, kuri ir viegli pārvēršami noteiktās naudas summās un kuru vērtības izmaiņu risks ir neliels.*"

[28] EVTI, 2023. gada 8. februāris: "ES NFT tirgus 2023. gadā"

[29] Noguldījumu sertifikāti: "bankas izdots sertifikāts, ar ko apliecina noguldījumu šajā bankā uz noteiktu laiku ar noteiktu procentu likmi" (SVF, 2003)

kopējiem aktīviem 2021. gada jūnijā līdz 32 % 2022. gada jūnijā. Vienlaikus tie palielināja repo darījumu tirgus riska darījumus, ko noteica gaidas uz izmaiņām procentu likmēs. Valsts obligāciju īpatsvars ZSNAV portfeļos 2020. gadā ievērojami palielinājies, taču 2021. gadā un 2022. gada pirmajā pusē tas tika koriģēts līdz sastāvam, kāds bija pirms COVID-19. MNAV parasti ir mazāks valsts parāda īpatsvars — vidēji 7 % no to aktīviem[30].

6. attēls. Pakļautība ar valsts parādu saistītiem riskiem, 2021. gada beigas, miljardos EUR.



Avots: NTF regulas datubāze, VKI, EVTI

2.3. Jaunākās norises tirgū un gūtā pieredze

Pēdējos gados ir bijušas vairākas spriedzes situācijas, kas ir pārbaudījušas NTF regulējumu. 2020. gada martā COVID-19 pandēmija izraisīja pēkšņu pieprasījuma pieaugumu pēc drošiem un likvīdiem aktīviem gan finanšu, gan nefinanšu sektorā. Tirgus likviditāte ievērojami pasliktinājās visdažādākajos tirgos un noveda pie vēl nepieredzētas centrālo banku intervences. Lielāko akciju tirgus indeksu vērtība vairāku nedēļu laikā samazinājās vairāk nekā par 30 %, un pandēmijas pirmajos mēnešos finanšu tirgos būtiski pieauga svārstīgums. Vispārējās nenoteiktības dēļ ieguldītāji vilcinājās ieguldīt finanšu tirgos, kā rezultātā radās lieli pārvērtēšanas zaudējumi.

Arī uzņēmumu obligācijām un NTF radās ievērojama spriedze. Uzņēmumu obligāciju ienākumi 2020. gada februārī un martā ievērojami pieauga. NTF, kas ir pakļauti privāti tirgu riska darījumiem, proti, ES ZSNAV un MNAV un galvenie NTF ASV[31], tika reģistrētas lielas izejošās naudas plūsmas. 2020. gada martā no ZSNAV ar domicilu ES aizplūda 51,4 miljardi EUR[32], kā arī radās grūtības pārdot savus komerciālos vērtspapīrus un noguldījumu sertifikātus, jo bankas nevēlējās vai nespēja atpirkt šos vērtspapīrus, tostarp pašu vērtspapīrus[33].

---

30 Turpat.

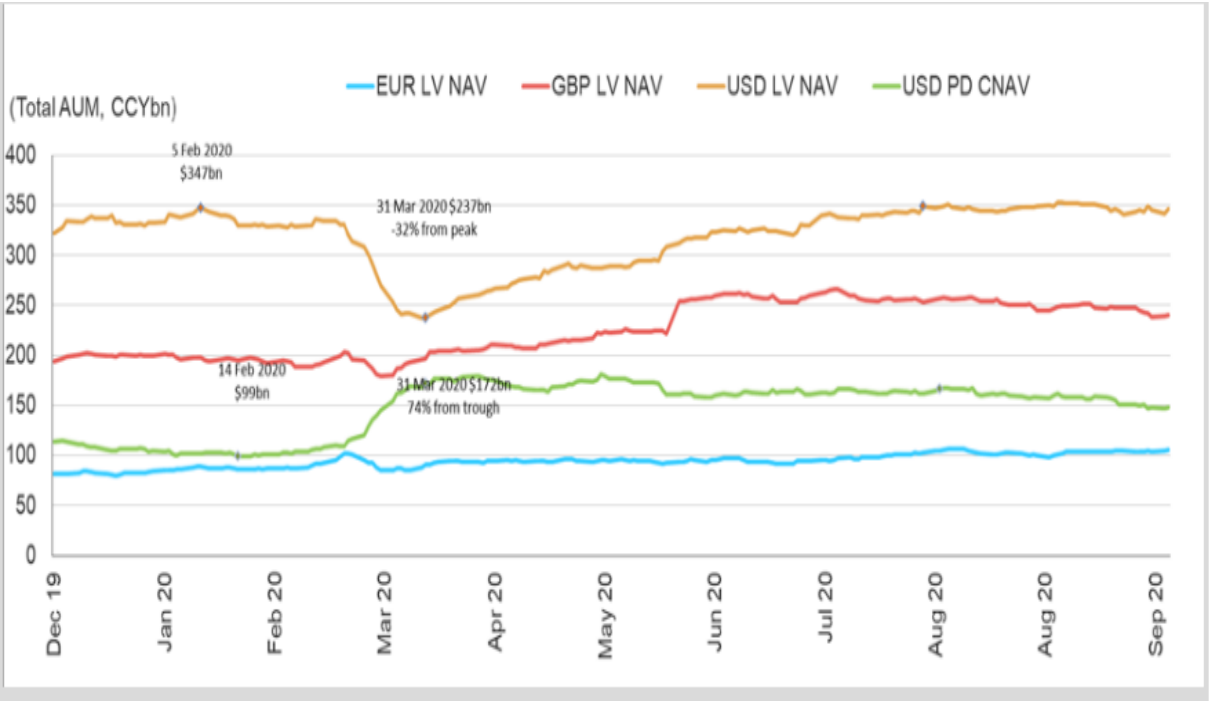
31 Primārais NTF ir ASV naudas tirgus fonda veids, kas galvenokārt iegulda vērtspapīros, kas nav valsts vērtspapīri.

32 EVTI, 2021. gada septembris, "Ziņojums par tendencēm, riskiem un neaizsargātību" (*Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*), Nr. 2, 2021. gads.

33 Komerciālos vērtspapīrus un noguldījumu sertifikātus parasti tur līdz atmaksas termiņam, un arī tad, ja termiņš ir ļoti īss, to sekundārais tirgus nav likvīds, pat parastos apstākļos. Tajā pašā laikā NTF sastāda ievērojamu daļu no pieprasījuma pēc šiem instrumentiem.

Kā redzams 7. attēlā un attiecīgajā literatūrā, spriedze bija īpaši akūta attiecībā uz ZSNAV, kas denominētas ASV dolāros[34]. Tā kā to aktīvu turējumi, kuru termiņš ir nedēļa (*WMA*), tuvojās regulējumā noteiktajam minimumam 30 % apmērā, daži ieguldītāji varētu būt nobažījušies par pieaugošo iespēju, ka fondu pārvaldnieki izmantos pieejamos likviditātes pārvaldības instrumentus (proti, likviditātes maksas vai atpakaļpirkšanas ierobežojumus). Bažas par likviditātes pārvaldības instrumentu izmantošanu ASV tirgū bija īpaši akūtas, ko var izskaidrot ar to, ka ES investori jūtas daudz ērtāk ar maksām nekā ASV ieguldītāji, jo ir saskārušies ar PVKIU noteiktajām maksām. Kā parādīts 7. attēlā, tā rezultātā radās papildietekme uz NTF, kuru domicils ir ES, kas izpaudās kā atpakaļpirkšana ASV dolāros ZSNAV un līdzīga apjoma parakstīšanās ASV dolāros uz valsts parāda NNAV, atspoguļojot iespējamo aizstāšanas ietekmi (vai "bēgšanu uz kvalitāti").

7. attēls. Dažāda veida NTF pārvaldīto aktīvu attīstība ap 2020. gada martu Avots: Eiropas Fondu un aktīvu vadības asociācija: *Fitch Ratings, iMoneyNet* dati



Dati[35] liecina, ka NTF ar zemu *WMA* līmeni izejošās naudas plūsmas bija lielākas nekā NTF ar augstu *WMA* līmeni. Šo analīzi var interpretēt kā apliecinājumi tam, ka institucionālie ieguldītāji atpakaļatpirka no NTF, lai izvairītos no maksas un ierobežojumu piemērošanas. Turklāt *Avalos* un *Xia* (2021)[36], *Darpeix* (2021)[37] un *Dunne* un *Giuliana* (2021)[38] pētījumi

---

34 Kā apspriests dažādos ziņojumos, tostarp FSP 2021. gada oktobra Politikas priekšlikumos naudas tirgus fondu noturības uzlabošanai, ESRK 2021. gada jūlija piezīmē par naudas tirgus fondu (NTF) reformas sistēmisko neaizsargātību un sākotnējiem politikas apsvērumiem un ECB 2021. gada aprīļa Makroprudenciālās uzraudzības biļetena rakstā "Cik efektīva ir ES Naudas tirgus fonda regula? COVID-19 satricinājumos gūtā pieredze".

35 EVTI, 2021. gads, "Ziņojums par tendencēm, riskiem un neaizsargātību" (*Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*), Nr. 1, 2021. gads.

36 *Avalos, F.* un *Xia, D.* (2021), "Ieguldītāju lielums, likviditāte un primāro naudas tirgus fondu spriedze" *(Investor size, liquidity and Prime money market Fund stress), BIS Quarterly Review Special Feature,* 17.–29. lpp.

liecina, ka likviditātes rādītāji bija galvenie atpakaļpirkšanas virzītājspēki ZSNAV gadījumā, bet ne MNAV gadījumā, tādējādi norādot uz iespējamu nevēlamu sliekšņu ietekmi.[39] Ņemot vērā krīzes apmēru un pandēmijas izraisīto globālo ekonomisko situāciju, lielākās centrālās bankas veica virkni pasākumu kapitāla tirgus atbalstam. Šāds atbalsts tika sniegts, veicot šādas darbības:

- valsts valūtā denominētu noguldījumu sertifikātu un komerciālo vērtspapīru (ECB,[40] Anglijas Banka,[41] Federālā rezervju sistēma) tieša iegāde primārajā vai sekundārajā tirgū,
- atbilstoša nodrošinājuma attiecināšana uz nenodrošinātām banku emitētām obligācijām (ECB)
- un aizdevumu mehānismi bankām aktīvu iegādei no NTF (Federālā rezervju sistēma)[42].

Centrālo banku intervences rezultātā samazinājās atpakaļpirkšanas pieprasījumi un uzlabojās likviditāte pamatā esošajos naudas tirgos. Lai gan šo intervences pasākumu galvenais mērķis bija atjaunot uzticēšanos īstermiņa finansējuma tirgu dziļumam un likviditātei, netieši no tiem ieguva arī ES NTF.

Tirgus satricinājums 2020. gada martā parādīja, ka daži finanšu tirgus segmenti nespēj absorbēt būtisku un pēkšņu pārdošanas spiediena pieaugumu. Iespējams, tas notika arī tāpēc, ka tirgotāju likviditātes piedāvājums bija ierobežotāks un tik ātri nereaģēja uz pēkšņo pieprasījuma pieaugumu, salīdzinot ar 2008. gada finanšu krīzi. Tomēr 2020. gada martā nevienam no ES NTF nebija jāievieš atpakaļpirkšanas maksa vai ierobežojumi, vai jāaptur atpakaļpirkšana. Turklāt neviena ZSNAV nepārsniedza NTF regulā noteiktās robežvērtības, kā rezultātā būtu jāpārvērš par MNAV (dažām USD ZSNAV tirgus NAV novirze no nemainīgas NAV bija tuvu 20 bāzes punktu robežvērtības joslai). Tomēr šie rezultāti būtu jāinterpretē piesardzīgi un jāskata kontekstā, ņemot vērā centrālo banku intervences tirgus atbalstam.

Kopš 2022. gada februāra Krievijas iebrukums Ukrainā un ar to saistītā ģeopolitiskā spriedze ir ietekmējuši finanšu tirgus, jo īpaši preču cenas un saistītos atvasinātos produktus. Tā kā ES NTF iegulda ļoti likvīdos īstermiņa aktīvos ar minimālu kredītrisku, tos nav skāruši ievērojami zaudējumi vai izejošās naudas plūsmas. NTF ir pielāgojušies situācijai, pielāgojot savus turējumus ar vēl īsāka termiņa instrumentiem, kas ir mazāk pakļauti procentu likmju

---

37 *Darpeix, P.-E.* un *Mosson, N.* (2021), "Detalizēta Francijas naudas tirgus fondu portfeļu analīze COVID-19 krīzes laikā 2020. gada sākumā" (*Detailed analysis of the portfolios of French money market funds during the COVID-19 crisis in early 2020*), *AMF*.

38 *Dunne, P.* un *Raffaele, G.* (2021), "Vai likviditātes ierobežojumi pastiprina naudas tirgus fondu atpakaļpirkšanu COVID krīzes laikā?" *(Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?),* ESRK darba dokuments Nr. 127.

39 EVTI, 2022. gada 14. februāris, EVTI atzinums par Naudas tirgus fonda regulas pārskatīšanu

40 2020. gada martā ECB paziņoja par papildu atbalstu euro naudas tirgiem, paplašinot savu esošo uzņēmumu sektora iegādes programmu, iekļaujot euro denominētus nefinanšu komerciālos vērtspapīrus ar atlikušo termiņu līdz 28 dienām (termiņā samazināts no iepriekšējiem 6 mēnešiem). Tādējādi ECB korporatīvās iegādes programma deva labumu vietējās valūtas denominētiem NTF tikai netieši, palīdzot atjaunot uzticēšanos pamatā esošajiem euro denominētajiem tirgiem.

41 *Paolo Cavallino* un *Fiorella De Fiore,* 2020. gada 5. jūnijs, "Attīstīto valstu centrālo banku reakcija uz COVID-19" (*Central banks' response to COVID-19 in advanced economies*), *BIS* biļetens Nr. 21

42 Tomēr ES ZSNAV ASV dolāros nebija atbilstīgas ECB un Federālo rezervju sistēmas naudas tirgu kopfondu likviditātes mehānisma ietvaros, un sākotnēji saskārās ar izejošajām naudas plūsmām, bet pēc centrālās bankas paziņojumiem strauji atguvās.

riskam[43], un palielinot to likviditāti. Ir dažas pazīmes, kas liecina par netiešu ietekmi uz ieguldītājiem, kuri pārdod citus aktīvus vai saņem drošības rezerves pieprasījumus un izmanto ES NTF uzglabāšanai vai piekļūšanai likviditātei. Tomēr ienākošās un izejošās naudas plūsmas šķita samērā līdzsvarotas, un šajā situācijā nevienam ES NTF nebija jāievieš atpakaļpirkšanas maksa vai jāaptur atpakaļpirkšana.

2022. gada septembrī tirgus spriedzes situācija Apvienotajā Karalistē ietekmēja arī tos ES NTF, kuru riska darījumu līmenis ar Apvienotās Karalistes aktīviem ir ievērojams un/vai kuru ieguldītāji ir no Apvienotās Karalistes (jo īpaši Īrijas NTF, kuriem aptuveni 60 % to ieguldītāju bāzes, skatoties pēc summas, ir no Apvienotās Karalistes). Saskaņā ar pieejamajiem pierādījumiem radās netieša ietekme uz GBP denominētiem NTF, kas galvenokārt bija saistīta ar ieguldītājiem, kuriem bija nepieciešama ātra piekļuve likviditātei pēc pieaugošiem drošības rezerves pieprasījumiem un piespiedu pārdošanas, jo īpaši fondiem, kam ir uz saistībām orientēta ieguldījumu stratēģija[44]. Dažu GBP denominētu NTF izejošās naudas plūsmas pieauga (piecu fondu kumulatīvais izejošo naudas plūsmu apjoms bija vairāk nekā 10 %)[45] īsi pēc Apvienotās Karalistes "mini budžeta" paziņojuma 2022. gada 23. septembrī.

Situācija strauji mainījās pēc Anglijas Bankas intervences valsts vērtspapīru tirgus atbalstam. 2022. gada oktobrī GBP denominētajiem ES NTF ienākošās naudas plūsmas apmērs bija gandrīz 30 %. Turklāt 2022. gada septembra pēdējā nedēļā GBP denominētie ES NTF īstenoja pasākumus savas noturības stiprināšanai, palielinot likvīdo aktīvu īpatsvaru savos portfeļos, ievērojami ceļot gan dienas, gan nedēļas likviditātes līmeni[46].

Lai gan viens ZSNAV fonds gandrīz pārkāpa regulatīvo ierobežojumu attiecībā uz NAV novirzi, šķiet, ka nozare kopumā noturējās labi un izpildīja savu uzdevumu nodrošināt īstermiņa likviditātes uzkrājumus. Uz saistībām orientētu ieguldījumu epizode izceļ NTF kā likviditātes pārvaldības instrumentu nozīme institucionālajiem ieguldītājiem. Tā arī apliecina, cik svarīgi ir saglabāt NTF nozares noturību pret dažādiem ekonomikas satricinājumiem.

2023. gada martā pēc satricinājuma banku nozarē netika novērota būtiska ietekme uz ES NTF. ASV *Silicon Valley Bank* sabrukuma dēļ daži noguldītāji apšaubīja banku noguldījumu drošību, jo īpaši to noguldījumu drošību, kas pārsniedza regulatīvo aizsardzības robežu. Tā rezultātā notika pāreja uz ASV NTF, kas nodrošināja augstāku ienesīgumu un lielāku elastību. Turklāt banku satricinājuma dēļ 2023. gada marta pēdējās nedēļās palielinājās ienākošās naudas plūsmas Federālās rezervju sistēmas līgumu par aktīvu pirkšanu ar atpārdošanu (ON RRP) mehānismā. *UBS* pārņemot *Credit Suisse*, ES NTF 2023. gada martā arī bija ievērojamas ienākošās naudas plūsmas, tostarp 17,7 miljardi EUR euro denominētos NTF, ko varētu uzskatīt par norādi, ka tirgus dalībnieki ES NTF nozari uztver kā noturīgu.

---

43 Pēc procentu likmju izraisītā satricinājuma aktīvus ar īsāku termiņu skar mazākas cenu izmaiņas. Vidēji NTF ir ievērojami samazinājuši savu vidējo svērto termiņu līdz 10 gadu zemākajam termiņam 19 dienas salīdzinājumā ar iepriekšējo līmeni – gandrīz 50 dienas 2020. un 2021. gada beigās.

44 Šīs stratēģijas jo īpaši izmanto definētu pabalstu pensiju fondi, kas ir izmantojuši sviras efektu, lai spētu saskaņot savus aktīvus un saistības, kad procentu likmes ir zemas.

45 EVTI, 2023. gada februāris, Ziņojums par tendencēm, riskiem un neaizsargātību (*Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*), Nr. 1, 2023. gads.

46 EVTI, 2023. gada februāris, Ziņojums par tendencēm, riskiem un neaizsargātību (*Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*), Nr. 1, 2023. gads.

3. NTF REGULAS PIEMĒROTĪBA NO PRUDENCIĀLĀ UN EKONOMISKĀ VIEDOKĻA

Nākamajā iedaļā ir aplūkota NTF regulas piemērotība no prudenciālā un ekonomiskā viedokļa atbilstīgi minētās regulas 46. panta 2. punkta prasībām.

NTF ir atsevišķa ieguldījumu fondu kategorija, kas ir cieši saistīta, no vienas puses, ar uzņēmumiem, kuri darbojas reālajā ekonomikā un banku nozarē, un, no otras puses, ar svarīgākajām finanšu tirgu daļām. Tie pilda svarīgu divējādu ekonomisko funkciju kā likviditātes un naudas pārvaldības instrumenti un kā īstermiņa finansēšanas instrumenti finanšu un nefinanšu organizācijām. Tie nav viendabīgi, un to struktūra un riska iezīmes dažādās jurisdikcijās atšķiras[47].

3.1. NTF un ES dalībvalstu emitēti vai garantēti parādi.

NTF regulas 46. panta 2. punkta b) un c) apakšpunktā ir noteikts, ka Komisijai jānovērtē NTF loma dalībvalstu emitētu vai garantētu parādu iegādē un jāņem vērā šādu parādu īpašības un to loma dalībvalstu finansēšanā.

Ņemot vērā ES dalībvalstu emitēto vai garantēto parāda instrumentu salīdzinoši zemo likviditāti un ilgo termiņu, ES NTF neveic būtiskus ieguldījumus šādos vērtspapīros. Tā vietā lielākā daļa ES NTF valsts parāda riska darījumu ir ar trešām valstīm (119 miljardi EUR 2021. gada beigās, 74 % no kopējiem valsts riska darījumiem). Konkrēti ASV valsts parāds gandrīz pilnībā attiecas uz NNAV valsts parāda turējumiem (2021. gada beigās 88 miljardi EUR). Attiecībā uz ZSNAV ES valsts parāds 2021. gada beigās veidoja 36 % no to riska darījumiem ar valsts obligācijām, savukārt Apvienotās Karalistes un ASV – aptuveni 60 %. Atšķirībā no citiem NTF veidiem lielākā daļa valsts parāda turējumu MNAV ir ES instrumenti, kas 2021. gada beigās veidoja vairāk nekā 75 % no to valsts parāda riska darījumiem[48]. Tomēr MNAV parasti ir mazāks valsts parāda īpatsvars salīdzinājumā ar citiem NTF veidiem (tikai 7 % no to aktīviem).

Saskaņā ar NTF regulu valsts parāds ar ilgāku atlikušo termiņu[49] joprojām var sastādīt līdz 17,5 procentpunktiem no 30 % obligātajiem aktīviem, kuru termiņš ir nedēļa, ZSNAV vai valsts parāda NNAV. Apspriešanās respondenti norāda, ka robežvērtība 17,5 % neatbilst valsts parāda noteikumiem citos tiesiskajos regulējumos (3.2. iedaļa). Tomēr NTF regula ļauj NTF līdz 100 % no saviem aktīviem ieguldīt valsts parādos, un ierobežojumi ir vērsti tikai uz ZSNAV likviditātes rezervēm un valsts parāda NNAV likviditātes rezervēm sakarā ar šo aktīvu ilgāku termiņu un lielāku svārstīgumu salīdzinājumā ar aktīviem, kuru termiņš ir nedēļa. Apspriešanas respondenti arī norāda, ka daudzi ieguldītāji izmanto valsts parāda NNAV, jo nevēlas vai nespēj ieguldīt kredītportfeļos. Tas parasti ir saistīts ar konkrētām nodrošinājuma, kapitāla vai regulatīvām prasībām, piemēram, prasībām, ka naudas pozīcijas ir jānodrošina tikai ar valsts parādu, vai regulatīvām prasībām, piemēram, augstas kvalitātes likvīdiem aktīviem. Citi ieguldītāji norāda, ka, lai gan ieguldījumi valsts parāda NNAV tiek veikti diversifikācijas nolūkā, šie tirgi nav pietiekami lieli, lai apmierinātu noteiktu ieguldītāju naudas pārvaldības vajadzības.

---

47 FSP, 2021. gada 11. oktobris, Politikas priekšlikumi naudas tirgus fondu noturības uzlabošanai *(Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience)*

48 EVTI, 2023. gada 8. februāris: "EU MMF market 2023"

49 Ciktāl tie ir ļoti likvīdi un var tikt atpakaļatpirkti un par tiem var norēķināties vienas darba dienas laikā, šādus aktīvus var ieskaitīt aktīvos, kuru termiņš ir nedēļa un kuru atlikušais termiņš ir līdz 190 dienām.

3.2. Vienotas augstas un ārkārtīgi augstas likviditātes un pārvedamu aktīvu kredītkvalitātes definīcijas

NTF regulas 46. panta 2. punkta d) apakšpunktā noteikts, ka Komisijai jāņem vērā Regulas (ES) Nr. 575/2013 509. panta 3. punktā minētais ziņojums.

Regulas (ES) Nr. 575/2013 509. panta 3. punktā EBI ir uzdots ziņot Komisijai par atbilstīgu vienotu definīciju augstai un ļoti augstai likviditātei un pārvedamu aktīvu kredītkvalitātei. Bankas iegulda šajos aktīvos, lai izpildītu regulatīvās likviditātes prasības atbilstīgi Bāzeles Banku uzraudzības komitejas noteikumiem.

EBI 2013. gada 20. decembrī nāca klajā ar šo ziņojumu[50], vienlaikus iesakot tās empīriskos secinājumus papildināt ar kvalitatīvu/ekspertu atzinumu, pamatojoties arī uz uzraudzības ieteikumiem. Pamatojoties uz empīrisko plašu ES tirgoto finanšu aktīvu klāstu analīzi, EBI nošķīra aktīvus ar augstu likviditāti un kvalitāti un aktīvus ar ļoti augstu likviditāti un kvalitāti. Atbilstīgi starptautiskajiem standartiem EBI ieteica visas obligācijas, ko Eiropas Ekonomikas zonas valstis un centrālās bankas emitējušas vai garantējušas vietējā valūtā, kā arī obligācijas, ko emitējušas vai garantējušas pārvalstiskas iestādes, uzskatīt par pārvedamiem aktīviem ar ārkārtīgi augstu likviditāti un kredītkvalitāti.

Aktīvu pārvaldītāju likviditātes riska pārvaldība ietver virkni aizsardzības pasākumu: diferencēti termiņi, jo īpaši attiecībā uz mazāk likvīdiem aktīviem, dienas un nedēļas likviditātes grupas atkarībā no portfeļa aktīvu termiņa, noteikumi par aktīvu kredītkvalitāti, NTF ieguldītāju bāzes pārzināšana un noteikumi par aktīvu darbību un likviditāti un to korelāciju. Kopš 2017. gada pastiprināta uzmanība ir pievērsta likviditātes riska pārvaldības stiprināšanai, tostarp strādājot pie NTF stresa testēšanas, pārredzamības un uzraudzības, likvīdo aktīvu definēšanas un aktīvu atbilstības likviditātes prasībām.

Saskaņā ar ES aktīvu pārvaldības noteikumiem aktīva likviditāti nevar automātiski pieņemt, ir jāveic atbilstoša likviditātes pārbaude. Šajā nolūkā aktīvu pārvaldītājiem ir jāievieš atbilstošs riska pārvaldības process, kas tiek sistemātiski pārskatīts un pielāgots to ieguldījumu stratēģijām un ieguldītāju veidam ("pazīsti savu klientu" politika). Likviditāti un kredītkvalitāti vērtē katrā gadījumā atsevišķi finanšu instrumentu un kopējā portfeļa līmenī.

Tāpēc, lai gan saskaņā ar ES banku regulējumu var uzskatīt, ka dažiem aktīviem ir augsta vai ārkārtīgi augsta likviditāte, NTF kontekstā šāds pieņēmums ne vienmēr ir automātisks, un katrā atsevišķā gadījumā būtu jāveic analīze, lai noteiktu fonda aktīvu likviditāti un kredītkvalitāti.

3.3. NTF regulas ietekme uz īstermiņa finansējuma tirgiem

NTF regulas 46. panta 2. punkta e) apakšpunktā noteikts, ka Komisijai jāņem vērā šīs regulas ietekme uz īstermiņa finansējuma tirgiem.

NTF ietilpst plašākā īstermiņa finansējuma ekosistēmā. 2020. gada marta satricinājums atklāja dažas strukturālas nepilnības, datu nepilnības un nenoteiktību regulējuma jomā Eiropas

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

īstermiņa finansējuma tirgos. Lai gan tie neietilpst NTF regulas piemērošanas jomā, tie joprojām ir svarīgi pareizai ES NTF darbībai.

Īstermiņa finansējuma tirgus ir tirgotāju starpniecībā balstīts ārpusbiržas tirgus. Ir pierādījumi, ka šis īstermiņa finansējuma tirgus ir sadrumstalots un nepārredzams[51]. Attiecīgā informācija ir sadalīta pa vairākām tirdzniecības vietām, un neviena no tām nespēj sniegt visaptverošu priekšstatu par tirgu nepilnīgas ziņošanas, neskaidra rīcība tvēruma, nekonsekventas terminoloģijas u. c. dēļ.

Pētījums arī liecina, ka sekundārā tirgus darbība (cenas piedāvājums, piedāvājums, cena, apjomi u. c.) gandrīz nemaz nav pārredzama. Tas apgrūtina cenu atklāšanu, rada neefektivitāti šajos tirgos, kā arī grūtības NTF pienācīgi uzraudzīt riskus spriedzes situācijā. Tas arī neļauj regulatoriem precīzi novērtēt tirgus strukturālo likviditāti. Lielāka pārredzamība varētu palīdzēt padarīt īstermiņa finansējuma tirgus dinamiskākus un noturīgākus, tādējādi arī samazinot ar NTF saistīto risku smagā spriedzes situācijā.

Lielākā daļa apspriešanas respondentu, tostarp finanšu sektora respondenti un uzraudzības iestādes, norādīja uz nepieciešamību palielināt pārredzamību un palīdzēt atklāt cenas īstermiņa vērtspapīru tirgos, pieprasot sniegt vairāk informāciju par to, kas tiek tirgots, kā arī par parāda summām.

Turklāt, ņemot vērā šā tirgus zemo likviditāti un nepārredzamību, pastāv risks, ka tirgus spriedze var tikt pārnesta uz citiem NTF tā dēvētajā negatīvās ietekmes dinamikā. Lai apmierinātu atpakaļpirkšanas pieprasījumus, NTF ir jāiegulda pietiekami likvīdos aktīvos. Šādi likvīdi instrumenti ietver līgumus par aktīvu pirkšanu ar atpārdošanu (bieži vien uz nakti), valsts kases vekseļus un banku noguldījumus. Citus instrumentus (noguldījuma sertifikātus, komerciālus vērtspapīrus) ne vienmēr var ātri pārdot (jo parasti tos tur līdz termiņa beigām un sekundārie tirgi nav pietiekami lieli, kā rezultātā ietekme uz cenām ir lielāka pārdodot), taču tiem ir ļoti īss termiņš. Ja notiek noguldījumu masveida izņemšana, lai izpildītu atpakaļpirkšanas pieprasījumus, NTF vispirms izmantotu ieņēmumus no aktīviem, kuru termiņš ir beidzies, vai izbeigtu savus līgumus par aktīvu pirkšanu ar atpārdošanu. Ja noguldījumu masveida izņemšana turpinās, NTF pārdotu savus likvīdos aktīvus, neveicot papildu ieguldījumus īstermiņa instrumentos, kā rezultātā strauji zustu finansējuma avoti uzņēmumiem.

Principā no šīs negatīvās ietekmes izplatīšanās varētu izvairīties, ja NTF varētu ieguldīt naudu instrumentos, kuru ātra izņemšana neradītu negatīvu ietekmi uz tirgu. Viens instruments, kas atbilst šai prasībai, ir noguldījums pašā centrālajā bankā. Šādas kārtība ir pieejama ASV, kur NTF var nodot savu naudas līdzekļu pārpalikumu ASV Federālajā rezervju sistēmā uz nakti rezerves repo darījuma (*ON RRP*) mehānismā. Papildus tam, ka tiek novērsta negatīvās ietekmes izplatīšanās likviditātes krīzes situācijās, šis mehānisms ļauj ASV NTF sektoram būt elastīgākam salīdzinājumā ar ES NTF, pārvaldot likviditātes ienākošās naudas plūsmas[52]. To apliecināja banku

---

51 *Darpeix, P.*, 2022. gada marts, "Īstermiņa parāda vērtspapīru tirgus Eiropā.

Ko mēs par to zinām un ko nezinām" *(The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know) , Authorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings.*

52 Tomēr lēmums par šāda likviditātes mehānisma atvēršanu NTF nav Eiropas Komisijas, bet gan ECB kompetencē.

krīze pēc *Silicon Valley Bank* sabrukuma, pēc kā palielinājās ienākošās naudas plūsmas ASV NTF, kā rezultātā 2023. gada marta pēdējās nedēļās pieauga Federālās rezervju sistēmas mehānisma izmantojums. Līdz 2023. gada martam NTF un citi atbilstīgie dalībnieki minētajā mehānismā turēja vairāk nekā 2,3 triljonus USD[53].

3.4. Regulējuma attīstība starptautiskā līmenī

NTF regulas 46. panta 2. punkta f) apakšpunktā ir noteikts, ka Komisijai ir jāņem vērā regulējuma attīstība starptautiskā līmenī.

Ar pandēmiju saistītie notikumi radīja spēcīgu stimulu vēl vairāk stiprināt NTF tiesisko regulējumu. Tā rezultātā EVTI, ESRK un FSP ir nākušas klajā ar vairākiem priekšlikumiem NTF tiesiskā regulējuma reformēšanai, sistēmisko risku ierobežošanai un NTF nozares spējas izturēt iespējamu likviditātes vai tirgus spriedzi nākotnē nodrošināšanai. Dažādu iestāžu un institūciju ierosinātos politikas risinājumus var grupēt šādi: 1) samazināt noguldījumu masveida izņemšanas risku (jo īpaši likvidējot dažu NTF noguldījumiem līdzīgās iezīmes), 2) stiprināt NTF likviditāti un to spēju absorbēt zaudējumus un 3) pasākumi, gatavojoties jaunām krīzēm. Šie priekšlikumi ir uzskaitīti 2. tabulā un sīkāk izklāstīti turpmāk tekstā.

2. tabula. Galvenie politikas priekšlikumi

Politikas mērķi	Politikas priekšlikumi	1) EVTI	2) ESRK	3) FSP
Samazināt noguldījumu masveida izņemšanas risku	Liegt ZSNAV iespēju izmantot amortizētās izmaksas	Jā	Jā	Jā
	Likviditātes pārvaldības instrumentu aktivizēšanas nodalīšana no ZSNAV un NNAV regulatīvajām robežvērtībām	Jā	Jā	Jā
	Piemērot ieguldītājiem, kuri veic atpakaļpirkšanu, to atpakaļpirkšanas izmaksas		Jā	Jā
Stiprināt NTF likviditāti un to spēju absorbēt zaudējumus	Likviditātes pārvaldības instrumentu izmantošanas noteikumi	Jā	Jā	Jā
	Dienas un nedēļas likviditātes rādītāja izmaiņas	Jā	Jā	
	Noteikt minimālo ieguldījumu valsts parādos koeficientu	Brīvprātīga turēšana	Jā	
	Palielināt likviditātes turējumu izmantojamību spriedzes situācijās	Jā	Jā	
	Ieviest minimālo riska bilanci			Jā
	Kapitāla rezerves			Jā
Citi pasākumi	Spriedzes testēšanas sistēmas uzlabošana	Jā	Jā	
	Ārējais atbalsts (EVTI paziņojuma iekļaušana tiesību aktos)	Jā		
	NTF reitingu izpaušanas noteikumi	Jā		
	Progresīvākas ziņošanas prasības	Jā	Jā	

- EVTI atzinums par NTF regulas reformu, 2022. gada 14. februāris
- ESRK ieteikums NTF reformai, 2022. gada 25. janvāris

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

- FSP ieteikumi G20 attiecībā uz NTF reformām, 2021. gada 11. oktobris (Politikas priekšlikumi naudas tirgus fondu noturības uzlabošanai).
- ASV Vērtspapīru un biržas uzraudzības komisijas (*SEC*) NTF noteikumu grozījumu projekts, 2021. gada 15. decembris (NTF reformas) sabiedriskai apspriešanai.
- Finanšu uzraudzības iestāde (*FCA*) un Anglijas Banka pievienojās diskusiju dokumentam par NTF, 2022. gada maijs (Naudas tirgus fondu noturība) apspriešanai līdz 2022. gada 23. jūlijam.

(*) priekšlikums pieprasīt minimālo turējuma līmeni augsti likvīdos aktīvos, tostarp valsts parādos, un maksimālo turējuma līmeni aktīvos ar zemāku likviditāti saspringtos tirgus apstākļos (piemēram, 40 % privātā sektora noguldījumu sertifikātos un komerciālos vērtspapīros).
(**) Anglijas Banka un Finanšu uzraudzības iestāde apsver iespēju sākt apspriešanos par stabilas NAV izslēgšanu no ZSNAV. ZSNAV būtu līdzīgi noteikumi kā īstermiņa MNAV. Tās arī apsver iespēju ierobežot valsts parāda NNAV tirgus lielumu.

3.4.1. Noguldījumu masveida izņemšanas riska mazināšana

Starptautiskās organizācijas un uzraudzības struktūras, piemēram, ESRK un EVTI, ir ieteikušas ZSNAV kļūt par MNAV fondiem, sekojot ASV piemēram[54]. Šādu izmaiņu mērķis būtu samazināt robežvērtības ietekmes radīto noguldījumu masveida izņemšanas risku, ierobežojot ieguldītāju iespējas atpirkt no NTF par nemainīgām cenām, kas tirgus spriedzes apstākļos ne vienmēr atspoguļo pamatā esošo aktīvu tekošo tirgus novērtējumu. Šajā nolūkā tās ierosina aizliegt amortizēto izmaksu uzskaiti un saistīto otro decimāldaļu noapaļošanu, kas ļauj ZSNAV piedāvāt stabilu izpirkšanas cenu.

Tomēr šis politikas risinājums nozīmētu radikālas izmaiņas ES NTF tirgū, jo īpaši ZSNAV tirgus izzušanu. Pāreja no stabilas NAV uz MNAV likvidētu šo produktu noguldījumiem līdzīgās iezīmes, kas ir viens no galvenajiem mērķiem, ko ieguldītāji min šo NTF izmantošanai. Lielākā daļa apspriešanas respondentu attieksme pret ZSNAV likvidēšanu bija samērā kritiska. Lielākā daļa respondentu saskatīja risku, ka šajā gadījumā noteikti ieguldītāji pametīs NTF tirgu. Tā kā ZSNAV alternatīvas un aizstājēji ekonomiskā ziņā ir maz pieejami, ieguldītāji varētu izmantot produktus, kas ir mazāk regulēti.

Alternatīvi esošie ZSNAV ieguldītāji varētu ieguldīt valsts parāda NNAV (pašlaik 11 % no tirgus), MNAV NTF (jo īpaši īstermiņa MNAV) vai tieši īstermiņa tirgū. Tomēr atbildes uz apspriešanos ar ieinteresētajām personām liecina, ka valsts parāda NNAV segments ir pārāk mazs, lai apmierinātu ieguldītāju naudas pārvaldības vajadzības, un neatbilst to likviditātes prasībām. Turklāt respondenti norāda, ka ZSNAV likvidēšana palielinātu konkurenci par valsts aktīviem, kurus gan bankas, gan arī daudzi citi ieguldītāji likviditātes pārvaldības nolūkos izmanto kā augstas kvalitātes likvīdos aktīvus.

Daži respondenti norāda, ka alternatīva varētu būt īstermiņa MNAV, bet norāda uz neskaidrībām par to, kā tos grāmatvedībā uzskaita kā "naudu un naudas ekvivalentu" dažādās jurisdikcijās. Turklāt šādām izmaiņām būtu arī ietekme uz nodokļiem. Lielākā daļa apspriešanas respondentu norāda, ka izmantotu banku noguldījumus kā alternatīvus instrumentus, ja ZSNAV vairs nebūtu pieejamas, pat ja banku noguldījumi palielinātu darījuma partnera kredītrisku un ievērojami mazinātu riska diversifikāciju salīdzinājumā ar NTF nodrošinātajiem diversificētajiem portfeļiem.

[54] ASV *SEC* šo soli veica 2016. gadā. Saskaņā ar SEC reformu visiem institucionālajiem NTF (proti, nevalstiskajiem NTF, ko izmanto institucionālie ieguldītāji) bija jāpārvērš par MNAV. Šīs reformas rezultātā šajos ASV NTF ieguldītie aktīvu apjoms gados pirms šo reformu īstenošanas būtiski samazinājās par labu ASV valsts NTF (kuriem ir stabilas NAV iezīme).

Kopumā apspriešanas respondenti atzinīgi novērtēja ZSNAV izmantojamību un jo īpaši operacionālo lietošanas ērtumu ieguldītājiem, pateicoties iespējai noapaļot akciju cenu 20 bāzes punktu robežās. Respondenti bažījās, ka ZSNAV nepieejamības gadījumā trūks alternatīvu ieguldījumu un riska diversifikācijas iespēju. Būtu jāņem vērā arī ZSNAV noturība 2020. gada marta satricinājuma laikā, jo šajā periodā neviena ZSNAV neaktivizēja likviditātes pārvaldības instrumentus un nepārvērtās par MNAV.

3.4.2. Stiprināt NTF pastaigu likviditāti un to spēju absorbēt zaudējumus

Prudenciālās un uzraudzības iestādes ir ierosinājušas virkni politikas risinājumu ar mērķi vēl vairāk stiprināt NTF spēju reaģēt uz liela mēroga atpakaļpirkšanas pieprasījumiem un aizsargāt sabiedrības intereses un finanšu stabilitāti.

Lai gan saikne starp LPI izmantojumu un likviditātes līmeni NTF regulā nav automātiska, *WMA* minimālā turējuma līmeņa 30 % apmērā pārkāpums var izraisīt atpakaļpirkšanas ierobežojumu vai maksu noteikšanu. Šķiet, ka tas atturējis fondu pārvaldniekiem no savu *WMA* turējumu izmantošanas, lai finansētu pieaugošos atpakaļpirkšanas pieprasījumus 2020. gada martā, baidoties, ka *WMA* minimālā līmeņa pārkāpšana radītu papildu atpakaļpirkšanas pieprasījumus, jo ieguldītāji sagaidīja likviditātes pārvaldības instrumentu ieviešanu. LPI potenciālā izmantojuma pilnīga atdalīšana no minimālo likviditātes turējumu pārkāpumiem tādējādi varētu palielināt fondu pārvaldnieku spēju finansēt lielāka apmēra atpakaļpirkšanu spriedzes periodos. Šim priekšlikumam līdz šim ir vislielākais atbalsts ieinteresēto personu vidū.

ECB stingri atbalsta priekšlikumu mīkstināt spēkā esošos ierobežojumus atbilstīgiem valsts parāda aktīviem likviditātes grupās, un ECB vēlas noteikt ieguldījumus šajos aktīvos par obligātiem. Ieinteresēto personu viedokļi atšķiras attiecībā uz šādos aktīvos veikto ieguldījumu saistošo raksturu un līmeni. Tas ir saistīts ar šādu ieguldījumu mainīgo ietekmi uz NTF rentabilitāti un atbilstīga valsts parāda pieejamību. Ieinteresētās personas arī pauž bažas par likviditātes riska pāriešanu uz valsts tirgu. Lai gan valsts parāds var būt būtisks NTF likviditātes pārvaldības instruments, nesenā Apvienotās Karalistes krīze ir parādījusi, ka tas nav pasargāts no cenu svārstīguma. Turklāt pastāv risks, ka atbilstīgo valsts parāda aktīvu pašreizējo limitu palielināšana novestu pie tā, ka NTF ieguldījumi šajos vērtspapīros tiktu pārmērīgi koncentrēti vienuviet, savukārt ieguldījumu diversifikācija dažādās aktīvu kategorijās ir svarīgs aizsardzības pasākums.

Kopumā priekšlikumus palielināt minimālo līdzdalību likvīdos aktīvos, lai gan tie pēc būtības nav strīdīgi, ir grūti īstenot, un tie varētu radīt neparedzētas sekas. Lai gan noteikumi par likviditātes seguma koeficientu paredz augstas kvalitātes likvīdo aktīvu definīciju, aktīvu pārvaldības nozarē ir grūti definēt likvīdus aktīvus (piemēram, arī valsts obligācijas var skart saspringti tirgus apstākļi). Turklāt NTF pārvaldnieki pārvalda likviditāti, piemērojot holistisku pieeju, tostarp diferencētus termiņus, līgumu par aktīvu pirkšanu ar atpārdošanu izmantošanu un ieguldītāju bāzes iezīmes (tostarp ieguldītāju koncentrāciju). Turklāt papildu stingras robežvērtības ieviestu neelastību aktīvu pārvaldītāju likviditātes riska pārvaldības politikas, tostarp stresa testu, īstenošanā ar iespējamu neparedzētu ietekmi.

Ieinteresēto personu viedokļi, pamatojoties uz NTF lomu un funkciju, atšķiras par to ieteikumu faktisko ietekmi, kuru mērķis ir dot fondu pārvaldniekiem iespēju novirzīt atpakaļpirkšanas izmaksas uz ieguldītājiem (piemērojot dažāda veida uz cenām balstītus likviditātes pārvaldības instrumentus, ko dēvē arī par svārstību cenām), kā ieteikusi FSP un ESRK un ierosinājusi ASV Vērtspapīru un biržu komisija. Ņemot vērā FSP un ESRK

ieteikumus, priekšlikuma pārskatīt direktīvas par alternatīvo ieguldījumu fondu pārvaldniekiem (AIFPD) un PVKIU mērķis ir paplašināt likviditātes pārvaldības instrumentu klāstu ES fondiem un saskaņot to izmantošanas veidus. ES NTF būs ieguvēji no AIFPD/PVKIU pārskatīšanas, saskaņā ar kuru aktīvu pārvaldītāji no īpaša saraksta varēs izvēlēties vispiemērotākos likviditātes pārvaldības instrumentus.

FSP ir nākusi klajā ar priekšlikumiem celt NTF spēju absorbēt zaudējumus, tostarp nosakot ierobežojumus akcijām, kuras var nekavējoties atpirkt (to sauc par "minimālo riskam pakļauto atlikumu"), un pieprasot NTF uzturēt kapitāla rezerves, piemēram, ārpus NTF darījumu kontā, ko finansē fondu pārvaldnieki. Šāda veida risinājumi samazinātu pirmsācēja priekšrocību ieguldītājiem, jo tie mazinātu zaudējumu risku atlikušajiem ieguldītājiem. Tomēr šādi risinājumi ir vai nu nepārbaudīti un atkarīgi no būtiskām darbības korekcijām (attiecībā uz "minimālo riskam pakļauto atlikumu"), vai arī tie sadārdzinātu NTF darbību un tādējādi, iespējams, novestu pie dažu fondu slēgšanas (kapitāla rezervēm) un mazākas peļņas ieguldītājiem.

3.4.3. Citi pasākumi

EVTI un FSP ir ierosinājusi arī vairākus papildu pasākumus, kas nav tieši saistīti ar NTF darbībām, un tie būtu papildus jāizvērtē. Tie galvenokārt ir saistīti ar ziņošanu un spriedzes testiem. Tāpat varētu turpināt izvērtēt citus ieinteresēto personu priekšlikumus, piemēram, attiecībā uz uzraudzības stiprināšanu.

3.5. Praktiska iespējamība izveidot ES valsts parāda kvotu vismaz 80 % apmērā

NTF regulas 46. panta 2. punktā ir noteikts, ka Komisijai jānovērtē, vai ir iespējams izveidot 80 % ES valsts parāda kvotu.

Šajā ziņojumā ir ņemta vērā ES īstermiņa valsts parāda instrumentu pieejamība un vērtēts, vai ZSNAV varētu būt piemērota alternatīva valsts parāda NNAV instrumentiem citās valūtās.

NTF regulas 56. apsvērumā ir apgalvots, ka šādu kvotu var "attaisnot no prudenciālās uzraudzības viedokļa", ņemot vērā, ka "ES īstermiņa valsts parāda instrumentu emisiju reglamentē Savienības tiesību akti". Tomēr pastāv divas galvenās problēmas, kas padara šādu kvotu praktiski neiespējamu.

Pirmā problēma ir neatbilstība starp, no vienas puses, valsts parāda NNAV, kas pašlaik ir pieejamas ES (kas lielākoties ir denominētas USD vai GBP, un pastāv tikai viena salīdzinoši maza valsts parāda NNAV EUR[55]), un, no otras puses, valsts parāda denomināciju ES. *Darpeix*[56] dati liecina, ka lielākā daļa (aptuveni 90 %) īstermiņa parāda vērtspapīru, ko emitējušas ES valstis (neatkarīgi no tā, vai tās ir eurozonā), ir euro valūtā, un tikai aptuveni 5 % ir denominēti USD. Neatbilstība starp pašu fondu denomināciju un pieejamajiem valsts parāda

[55] Pamatojoties uz EVTI datiem, 2023. gada 8. februāris: "ES NTF tirgus 2023. gadā

[56] *Darpeix, P.,* 2022. gada marts, "Īstermiņa parāda vērtspapīru tirgus Eiropā. Ko mēs par to zinām un ko nezinām" *(The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know)* , *Authorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings.*

instrumentiem nozīmē, ka ES valsts parāda NNAV galvenokārt iegulda ASV un Apvienotās Karalistes emitētos instrumentos[57].

Sabiedriskās apspriešanas rezultāti liecina, ka pat tad, ja tiktu noteikta ES valsts parāda kvota, ieguldītāji USD un GBP denominētos NAV, visticamāk, nepārietu uz euro denominētiem valsts parāda NTF divu galveno iemeslu dēļ.

- Pirmkārt, tādēļ, ka klienti galvenokārt apsver valsts un valūtas riska aspektus kopā. Piemēram, klienti, kas iegulda USD denominētos NTF, vēlas būt pakļauti ASV parāda un valūtas, nevis ES parāda un valūtas riskam. Tam ir arī cieša saistība ar NTF kā likviditātes uzkrājuma konkrētajā valūtā ekonomisko funkciju.
- Un, otrkārt, tāpēc, ka pastāv ar euro denominēta īstermiņa valsts parāda zemu diversifikāciju un salīdzinoši zemu likviditāti saistītie riski. Ieinteresēto personu atsauksmes liecina, ka NTF izvēlas ieguldīt aktīvos, kuru termiņš ir mazāks par 3 mēnešiem, ko ir grūti sasniegt šajā euro denominēta valsts parāda tirgū.

Otrā problēma ir tāda, ka šādai kvotai varētu būt negatīva ietekme uz finanšu stabilitāti. Bankām ir jābūt pakļautām valsts parāda riskam, lai izpildītu Bāzeles II likviditātes prasības. Minimālā ES valsts parāda kvota 80 % apmērā nozīmētu, ka NTF būtu vērsti uz tādiem pašiem instrumentiem kā bankas. Tā rezultātā būtu daudz ieguldītāju vienā un tajā pašā aktīvu kategorijā, tādējādi palielinot negatīvas ietekmes izplatīšanās risku un finanšu nestabilitāti krīzes situācijās, jo kopīgie pamatā esošie riska darījumi padziļina atgriezenisko saikni starp finanšu un valsts risku.

Ņemot vērā iepriekš veikto analīzi, ES NTF nosakot ES valsts parāda kvotu vismaz 80 % apmērā, ieguvumi joprojām ir apšaubāmi. Tomēr pat bez kvotas noteikšanas tirgū pēc nesenā procentu likmju pieauguma eurozonā varētu parādīties vairāk uz euro vērstu valsts parāda NNAV, kas varētu palīdzēt lielāku apjomu īstermiņa valsts parāda euro valūtā izvietot ES valsts parāda NNAV.

4. SECINĀJUMI

Ar šo ziņojumu tiek īstenotas NTF regulas 46. panta 1. un 2. punktā noteiktās juridiskās pilnvaras Komisijai iesniegt ziņojumu Eiropas Parlamentam un Padomei, pārskatot NTF regulas piemērotību no prudenciālā un ekonomiskā viedokļa.

Ziņojums liecina, ka NTF regula sekmīgi izturēja NTF likviditātes stresa testu COVID-19 pandēmijas izraisītā tirgus satricinājuma laikā 2020. gada martā, neseno procentu likmju pieaugumu un saistīto finanšu aktīvu pārcenošanu. Šajos spriedzes apstākļos nevienam no ES NTF nebija jāievieš atpakaļpirkšanas maksa vai ierobežojumi, vai jāaptur atpakaļpirkšana. Līdzīgi arī ES NTF koncentrējās uz GBP aktīviem, ņemot vērā atpakaļpirkšanas izraisīto spiedienu saistībā ar 2022. gada septembra valsts vērtspapīru tirgus spriedzi.

Šī pieredze liecina, ka NTF regulā paredzētie aizsardzības pasākumi darbojas, kā paredzēts. Tas ietver aizsardzības pasākumus, kas izstrādāti, lai ļautu stabilas NAV NTF (NNAV un ZSNAV) konkrētos apstākļos turpināt izmantot amortizēto izmaksu metodi, neradot sistēmiskus riskus un nenodarot kaitējumu ieguldītājiem.

[57] Dažādu iemeslu dēļ NTF parasti valūtas nekombinē. Lai gan tie zināmā mērā to varētu darīt, ierobežojot valūtas riska darījumus, izmantojot atvasinātos instrumentus ārvalstu valūtās, tas kļūtu pārāk dārgi.

Ieviešot īpašu režīmu, NTF regula ir ievērojami nostiprinājusi NTF tiesisko regulējumu ES, kam pirms tam piemēroja atšķirīgus noteikumus. Tomēr 5 gadus pēc NTF regulas piemērošanas šajā ziņojumā ir konstatēti trūkumi, kas būtu sīkāk jāizvērtē. Jo īpaši apspriešanās ar ieinteresētajām personām rezultāti un nesenās norises tirgū liecina, ka varētu vēl vairāk celt ES NTF noturību, jo īpaši nodalot likviditātes pārvaldības instrumentu iespējamo aktivizēšanu no regulatīvajām likviditātes robežvērtībām. Turklāt šajā ziņojumā ir uzsvērtas strukturālas problēmas, kas nav saistītas ar NTF un tādējādi arī ar NTF regulu, tostarp tādas, kas saistītas ar pamatā esošajiem īstermiņa tirgiem. Šīs strukturālās problēmas būtu jāizvērtē sīkāk, un pašlaik tās tiek padziļināti analizētas FSP līmenī.

Visbeidzot, ES NTF gūs labumu no pašlaik notiekošās AIFP un PVKIU direktīvu pārskatīšanas[58] ar mērķi ieviest jaunus saskaņotus noteikumus, lai palielinātu LPI pieejamību atvērtajiem fondiem. Šis jaunais LPI regulējums vēl vairāk stiprinās ES NTF likviditātes pārvaldības noturību spriedzes apstākļos.

[58] NTF, kuri darbojas ES, ir jābūt dibinātiem un jāstrādā atbilstīgi AIFPD vai PVKIU direktīvai. Ar Komisijas priekšlikumu var iepazīties šeit: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Financial-services-review-of-EU-rules-on-alternative-investment-fund-managers_en.