EUROOPA
KOMISJON

Brüssel, 20.7.2023
COM(2023) 452 final

KOMISJONI ARUANNE EUROOPA PARLAMENDILE JA NÕUKOGULE

Euroopa Parlamendi ja nõukogu määruse (EL) 2017/1131 (rahaturufondide kohta) asjakohasuse kohta usaldatavusnõuete ja majanduslikust seisukohast

SISUKORD

1. SISSEJUHATUS 3

1.1. Taust 3

1.2. Aruande õiguslik alus 4

1.3. Metoodika ja konsultatsiooniprotsess 4

2. RAHATURUFONDIDE SEKTORI PRAEGUNE SEIS 5

2.1. Rahaturufondide määrusega tehtud peamised muudatused 5

2.2. Praegune turustruktuur 8

2.3. Hiljutised turusuundumused ja saadud kogemused 12

3. RAHATURUFONDIDE MÄÄRUSE ASJAKOHASUS USALDATAVUSNÕUETE SEISUKOHAST JA MAJANDUSLIKUST SEISUKOHAST 16

3.1. Rahaturufondid ja ELi liikmesriikide emiteeritud või tagatud võlakohustused 16

3.2. Võõrandatava vara kõrge ja väga kõrge likviidsuse ja krediidikvaliteedi ühtsed määratlused 17

3.3. Rahaturufondide määruse mõju lühiajalise rahastamise turgudele 18

3.4. Rahvusvahelise tasandi regulatiivsed suundumused 19

3.4.1. Investorijooksu riski vähendamine 20

3.4.2. Rahaturufondide likviidsuse ja nende kahjumi katmise võime tugevdamine 22

3.4.3. Muud meetmed 23

3.5. ELi valitsemissektori võlakohustuste 80 % suuruse miinimumkvoodi kehtestamise teostatavus 23

4. JÄRELDUSED 24

LÜHENDID

AIFMD	alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate direktiiv
CNAV	püsiva puhasväärtusega rahaturufond
EKP	Euroopa Keskpank
ESMA	Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve
ESRB	Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu
EUR	euro
FSB	finantsstabiilsuse nõukogu
GBP	Ühendkuningriigi naelsterling
LVNAV	vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufond
MMF	rahaturufond
Rahaturufondide määrus	määrus (EL) 2017/1131 rahaturufondide kohta
NAV	vara puhasväärtus
NCAd	liikmesriikide pädevad asutused
USD	USA dollar
UCITS	vabalt võõrandatavatesse väärtpaberitesse ühiseks investeerimiseks loodud ettevõtja, eurofond
VNAV	muutuva puhasväärtusega rahaturufond
WMA	ühenädalase tähtajaga varad

1. SISSEJUHATUS

1.1. Taust

Ettepanek võtta vastu määrus (EL) 2017/1131 rahaturufondide kohta (edaspidi „rahaturufondide määrus“) esitati pärast ülemaailmset finantskriisi, mis tõi esile finantsturgude ja neid reguleerivate kordade teatavad puudused kogu maailmas. ELi rahaturufonde reguleerivat korda on 2019. aasta jaanuaris jõustunud määruse kohaldamisest alates märkimisväärselt tugevdatud, järgides finantsstabiilsuse nõukogu (FSB), Rahvusvahelise Väärtpaberijärelevalve Organisatsiooni (IOSCO)[1] ja Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu (ESRB) soovitusi.

Uue õigusraamistiku panid proovile COVID-19 pandeemiast tingitud halvenenud turutingimused. Halvenenud turutingimuste mõju rahaturufondidele oli riigiti erinev rahaturufondide turgude erineva struktuuri (nt valdavad rahaturufondide liigid, investorite profiilid ja alusvaraks olevad investeeringud) ja rahaturufonde reguleerivate õigusraamistike allesjäänud erinevuste tõttu. Suuremad keskpangad, nagu Euroopa Keskpank (EKP) ja Ameerika Ühendriikide Föderaalreserv, võtsid selle mõju leevendamiseks mitmesuguseid meetmeid, sealhulgas kommertsväärtpaberite[2] otsene ostmine esmas- ja järelturul, pankadele laenude andmine rahaturufondide varade ostmiseks (Ameerika Ühendriikide Föderaalreserv) ja pankade tagamata võlakirjade (EKP) arvamine refinantseerimisoperatsioonide jaoks kõlblike tagatiste hulka. Need meetmed parandasid likviidsust ja suurendasid usaldust lühiajaliste võlakirjade turgudel, mis omakorda aitas aeglustada rahaturufondidest vahendite tagasivõtmise tempot. Kuigi 2020. aasta märtsis ja muudel halvenenud turutingimuste perioodidel toimus teatavat liiki rahaturufondidest märkimisväärne vahendite väljavool, ei pidanud ükski ELi rahaturufond tagasivõtmistasusid või -piiranguid[3] kehtestama ega tagasivõtmisi peatama.

Pärast COVID-19 tõttu halvenenud turutingimusi hakkasid ülemaailmsed ja Euroopa usaldatavusjärelevalveasutused välja töötama poliitilisi ettepanekuid rahaturufondide vastupanuvõime suurendamiseks. Eelkõige pakkusid finantsstabiilsuse nõukogu,[4] Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu[5] ja Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve[6] välja mitmesuguseid reforme tagamaks, et rahaturufondid ei võimenda stressiolukorras likviidsussõkki. Üks neist ettepanekutest on kaotada vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondide võimalus kasutada raamatupidamisarvestuses amortiseeritud soetusmaksumuse meetodit. See võib aga

---

[1] Rahvusvaheline Väärtpaberijärelevalve Organisatsioon (IOSCO) koostas rahaturufondide reformi rakendamise kohta eri riikides vastastikuse eksperdihinnangu ja avaldas 20. novembril 2020 rahaturufondide reformi rakendamise ühtsuse teemalise ülevaate. Aruandes kinnitatakse, et saavutatud regulatiivsed eesmärgid vastavad suurel määral IOSCO esialgsetele soovitustele.

[2] Kommertsväärtpaber: tagatiseta lubadus maksta kindlaksmääratud tähtpäeval teatav summa, mis on emiteeritud esitajaväärtpaberina (IMF, 2003). Kommertsväärtpabereid emiteerivad enamasti finantssektorivälised äriühingud.

[3] Tagasivõtmistasud kui likviidsuse juhtimise vahend, millega tavaliselt kehtestatakse kindlasummaline tasu investoritele, kes müüvad fondi osakuid (tavaliselt eelnevalt kindlaksmääratud aja jooksul). Tagasivõtmispiirangud on likviidsuse juhtimise vahend, mis takistab fondi investoritel teatava aja jooksul osa oma kapitalist välja võtta.

[4] Finantsstabiilsuse nõukogu, 11. oktoober 2021, „Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience“.

[5] Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu, 2. detsember 2021, „Recommendation on reform of money market funds“.

[6] ESMA, 14. veebruar 2022, „ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation“.

vähendada rahaturufondide kui likviidsuse juhtimise vahendi tõhusust pangahoiuste alternatiivina ja piirata ettevõtjate likviidsuse juhtimise võimalusi[7].

1.2. Aruande õiguslik alus

Käesolev aruanne on koostatud kooskõlas rahaturufondide määruse artikli 46 lõikega 1, mille kohaselt peab komisjon hindama rahaturufondide määruse toimimist, tuginedes kehtivate õigusnormide analüüsile usaldatavusnõuete seisukohast ja majanduslikust seisukohast ning olles konsulteerinud Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve ja vajaduse korral Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukoguga, ning kooskõlas artikli 6 lõikega 2, milles täpsustatakse tingimused, mida tuleb käesolevas aruandes arvesse võtta. Selle artikli kohaselt peab komisjon hindama ka seda, kas valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufonde ja vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufonde reguleerivat korda on vaja muuta.

1.3. Metoodika ja konsultatsiooniprotsess

Käesolev aruanne tugineb mitmele Euroopa ja rahvusvaheliste asutuste tehtud uuringule. Nii finantsstabiilsuse nõukogu aruande[8] kui ka Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve arvamuse[9] koostamisel kasutati sidusrühmadelt saadud tagasisidet. Nii viimati nimetatud aruanded kui ka Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu soovitused[10] sisaldavad järelevalveasutustelt saadud ulatuslikke andmekogumeid ja tõendeid. Euroopa Keskpank on avaldanud hinnangu ELi õigusraamistiku tõhususe kohta finantsstabiilsuse seisukohast, mis põhineb rahaturufondide käitumisel COVID-19 kriisi ajal[11]. Käesoleva aruande koostamisel on kasutatud ka teadustöid.

Komisjon korraldas 12. aprillist kuni 20. maini 2022 sidusrühmadega konsulteerimise, et saada nende arvamusi rahaturufondide määruse toimimise kohta[12]. Kokku saadi 48 arvamust. Rohkem kui kaks kolmandikku konsulteeritutest märkis, et rahaturufondide määrus on osutunud tulemuslikuks selles seatud põhieesmärkide saavutamisel seoses likviidsuse tagamise, investorite kaitse suurendamise, negatiivse mõju ülekandumise ohu vältimise ning läbipaistvuse, järelevalve ja ühtse turu finantsstabiilsuse parandamisega. Nende konsulteeritute arvates on rahaturufondide määrus aidanud kaasa kapitaliturgude integreerimisele ja muutnud rahaturufondid vastupanuvõimelisemaks, eelkõige oma krediidikvaliteeti[13] ja varade koosseisu[14] käsitlevate sätete kaudu. Sidusrühmadelt saadud tagasiside näitab ka, kui oluline on tagada õigusnormide ühtsus ELi tasandil ja tugevdada

---

[7] Erasektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufondidel on hoiuselaadsed omadused; nad investeerivad pankade emiteeritud võlakohustustesse ja neid kasutavad finantssektorivälised äriühingud likviidsuse juhtimise vahendina.

[8] Finantsstabiilsuse nõukogu, 11. oktoober 2021, „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] Euroopa Keskpank, oktoober 2022, „Is the EU Money Market Fund Regulation fit for purpose? Lessons from the COVID-19 turmoil“, töödokumentide sari, nr 2737.

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

[13] Määruse (EL) 2017/1131 (rahaturufondide määrus) artiklid 19–23.

[14] Määruse (EL) 2017/1131 (rahaturufondide määrus) artiklid 8–18.

järelevalvet. Lisaks tunnustavad piiriülesed investorid ka seda, et rahaturufondide määrus annab neile võimaluse juhtida likviidsust ülemaailmselt standardse protsessi kaudu nii raamatupidamisarvestuse kui ka riskijuhtimise seisukohast.

2. RAHATURUFONDIDE SEKTORI PRAEGUNE SEIS

2.1. Rahaturufondide määrusega tehtud peamised muudatused

Enne rahaturufondide määruse kehtestamist tegutses enamik rahaturufonde ELis eurofondide direktiivi,[15] selle rakendusaktide ja suuniste ning valdkondlike tegevusjuhendite alusel. ELi rahaturufondide peamised asukohad on Prantsusmaa, Iirimaa ja Luksemburg. Luksemburgis ja Iirimaal on välja arendatud rahaturufondide sektor, mille välisvääringus püsiva puhasväärtusega rahaturufondid on suunatud institutsionaalsetele investoritele väljastpoolt ELi.

Rahaturufondide määrusega kehtestati ELis rahaturufondide jaoks spetsiaalne ja oluliselt täiustatud reguleeriv kord. Selle eesmärk oli eelkõige lahendada krediidi- ja likviidsusriskiga seotud probleeme, millega rahaturufondid seisid silmitsi 2008. aasta kriisi ajal. Ühtlustades rahaturufondide toodete põhiomadusi, kehtestati raamistikuga ka ühtne investorite kaitse tase likviidsuse ja likviidsusriski juhtimist käsitlevate sätete kaudu, sealhulgas likviidsuspuhvrid, varad, millesse rahaturufondid võivad investeerida, mitmekesistamine, hindamine ja fondisisene krediidikvaliteedi hindamine. Sellega suurendati ka investorite ja järelevalve läbipaistvust, muu hulgas liikmesriikide pädevate asutuste põhjaliku aruandluse kaudu.

Lisaks keelab rahaturufondide määrus sõnaselgelt „kolmandate isikute toetuse“, et vältida rahaturufondide sektori ja ülejäänud finantssektori vahelise negatiivse mõju ülekandumise ohtu. Põhimõte „tunne oma klienti“ kohustab mis tahes liiki rahaturufondide valitsejaid ennetama mitme investori poolse samaaegse tagasivõtmise mõju. Kõik fondivalitsejad peavad kohandama likviidsuse tegelikku taset vastavalt oma klientide konkreetsetele rahalistele vajadustele igal hetkel oma arvestustsükli jooksul.

Rahaturufondide määrusega loodi uut tüüpi rahaturufond, vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufond, et asendada püsiva puhasväärtusega rahaturufondid, mis investeerivad erasektori võlakohustustesse. Samamoodi nagu valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufondidel on ka vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondidel lubatud kasutada amortiseeritud soetusmaksumuse meetodit, et pakkuda stabiilset tagasivõtmishinda, kuid ainult seni, kuni alusvara väärtus ei erine rohkem kui 20 baaspunkti võrra fondi netovara turuväärtusest[16]. Need kaks väärtust

[15] Euroopa Parlamendi ja nõukogu 13. juuli 2009. aasta direktiiv 2009/65/EÜ vabalt võõrandatavatesse väärtpaberitesse ühiseks investeeringuks loodud ettevõtjaid (eurofondid) käsitlevate õigus- ja haldusnormide kooskõlastamise kohta.

[16] Valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufondi ja vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondi eripäraks on vara puhasväärtuse ümardamine teise kümnendkohani, mis on aga vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondi puhul võimalik ainult 20 baaspunkti vahemikus (võrreldes muutuva puhasväärtusega rahaturufondi puhul neljanda kümnendkohani). Ümardamine tähendab, et investorid ei pea aktsiate tagasivõtmisel kajastama portfelli väga väikest realiseerimata kapitalikasumit ja -kahjumit.

avaldatakse iga päev. Kui erinevus ületab 20 baaspunkti, peab vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufond minema püsivalt vara puhasväärtuselt üle muutuvale vara puhasväärtusele[17].

Rahaturufondide määruse järgimine tekitas mõningaid õiguslikke ja tegevuskulusid varahalduritele, kes pidid hakkama olemasolevate fondide suhtes kohaldama uut korda, suurendama läbipaistvust, parandama oma riskijuhtimisprotsesse ning jälgima hoolikalt oma investeeringuid ja nendega seotud krediidi- ja likviidsusriski, ning seda kõike selleks, et tagada vastavus likviidsusnõuetele. See tekitas lisakulusid ka kolmandatest isikutest turustajatele, platvormidele ja kontohalduritele. Rahaturufondide investorid vajasid rohkem aega ja ressursse, et kujundada raamistikuga seotud investeerimispoliitikat, kontrolli ja järelevalvet, sularahasüsteeme ja arvestusprotsesse ning tagada, et audiitorid oleksid rahul uute rahaturufondide struktuuriga raha ja raha ekvivalentide seisukohast. Konsultatsioonide tulemused ei näidanud siiski, et kulud oleksid ülemäärased, ega toonud esile märkimisväärseid lihtsustamisvõimalusi.

Euroopa Fondivalitsejate Liit märkis oma 2020. aasta oktoobri uuringus „Market Insights“, et rahaturufondide määrusega kehtestatud rangete regulatiivsete nõuete ja nende täitmise suurenenud kulude tõttu vähenes 2019. aasta esimeses kvartalis vabalt võõrandatavatesse väärtpaberitesse ühiseks investeerimiseks loodud ettevõtjate rahaturufondide arv 16 %, kuna mitmed varahaldurid otsustasid oma rahaturufondid, eelkõige väikesed rahaturufondid, sulgeda või muutsid need lühiajalisteks võlakirjafondideks. Lisaks ei vastanud teatavad fondid enam rahaturufondide määrusega kehtestatud rangematele regulatiivsetele nõuetele ja seega ei kvalifitseerunud enam rahaturufondiks. Rahaturufondide arvu vähenemisest hoolimata kogesid Euroopa rahaturufondid 2019. ja 2020. aastal suurt vahendite netosissevoolu.

[17] Rahaturufondide määrusega on kehtestatud mitu muud portfelli- ja hindamisnõuet, mille eesmärk on tagada investorite kaitse ja finantsturu stabiilsus.

Tabel 1. ELi rahaturufondide põhiomadused ja kaitsemeetmed

	Lühiajaline rahaturufond			**Standardne rahaturufond**
	Püsiva puhasväärtusega rahaturufond		**Muutuva puhasväärtusega rahaturufond**	
Nimi	Valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufond[18]	Vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufond[19]	Lühiajaline muutuva puhasväärtusega rahaturufond[20]	Standardne muutuva puhasväärtusega rahaturufond[21]
Valitsemissektori võlakohustused	Investeerib vähemalt 99,5 % oma varadest valitsemissektori võlakohustustesse, valitsemissektori võlakohustusega tagatud pöördrepotehingutesse ja rahasse	Lubatud		
Kaalutud keskmine tähtaeg[22]	Kuni 60 päeva			Kuni 6 kuud
Kaalutud keskmine kestus[23]	Kuni 120 päeva			Kuni 12 kuud
Vara tähtaeg	Kuni 397 päeva			Kuni 2 aastat 397-päevase intressimäära korrigeerimise tähtajaga
Ühepäevase tähtajaga varad	Vähemalt 10 %		Vähemalt 7,5 %	
Ühenädalase tähtajaga varad	Vähemalt 30 % (sellest kuni 17,5 % valitsemissektori võlakohustused)		Vähemalt 15 %	

[18] Rahaturufondide määruse artikli 2 punkti 11 kohane valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufond.

[19] Rahaturufondide määruse artikli 2 punkti 12 kohane vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufond.

[20] Muutuva puhasväärtusega rahaturufond, mida hallatakse rahaturufondide määruse artikli 2 punktis 14 määratletud lühiajalise rahaturufondina.

[21] Muutuva puhasväärtusega rahaturufond, mida hallatakse rahaturufondide määruse artikli 2 punktis 15 määratletud standardse rahaturufondina.

[22] Nagu on määratletud rahaturufondide määruse artikli 2 punktis 19.

[23] Nagu on määratletud rahaturufondide määruse artikli 2 punktis 20.

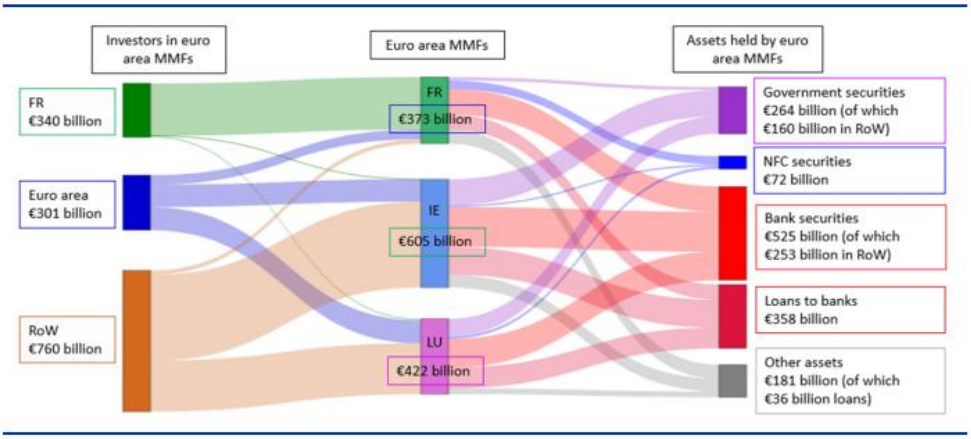
2.2. Praegune turustruktuur

Rahaturufondide määruse artikli 46 lõike 2 punkti a kohaselt peab komisjon analüüsima määruse kohaldamisel saadud kogemusi ning selle mõju liidus tegutsevatele investoritele, rahaturufondidele ja rahaturufondide valitsejatele.

Euroala rahaturufondide koguvara oli 2021. aasta lõpus ligikaudu 1,5 triljonit eurot, mis jagunes valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufondide (11 % kogu hallatavatest varadest), vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondide (46 %), lühiajaliste muutuva puhasväärtusega rahaturufondide (12 %) ja standardsete muutuva puhasväärtusega rahaturufondide (31 %) vahel. ELi rahaturufondid on peamiselt nomineeritud eurodes (42 %), USA dollarites (31 %) ja naelsterlingites (22 %) ning on koondunud vähestesse riikidesse, peamiselt Iirimaale, Luksemburgi ja Prantsusmaale, kus asuvatele rahaturufondidele kuulub vastavalt 42 %, 26 % ja 25 % ELi rahaturufondide hallatavatest varadest[24].

Valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufondid ja vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondid on peamiselt nomineeritud USA dollarites ja naelsterlingites ning asuvad Iirimaal ja Luksemburgis. Eurodes nomineeritud rahaturufondid on peamiselt üles ehitatud standardse muutuva puhasväärtusega rahaturufondina ja asuvad enamasti Prantsusmaal (192 fondi 2021. aasta detsembri seisuga).

Joonis 1. Kes investeerib euroala rahaturufondidesse ja kuhu need rahaturufondid seejärel investeerivad?
Allikas: EKP makrotasandi usaldatavusjärelevalve ülevaade, aprill 2021.



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

Enamik euroala rahaturufondide aktsiatest/osakutest on ettevõtete ja institutsionaalsete investorite omanduses, nagu on näidatud joonisel 2[25]. Kutselistele investoritele kuulub püsiva puhasväärtusega rahaturufondide puhul 95 % ja vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondide puhul 99 % vara puhasväärtusest. Muutuva puhasväärtusega rahaturufondide

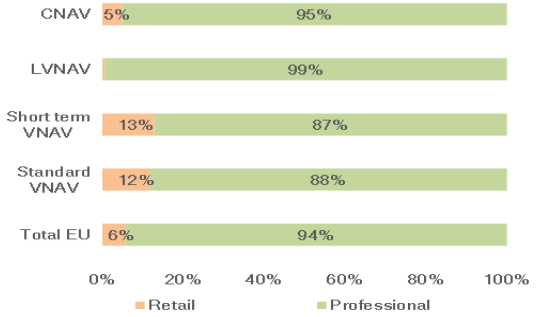
[24] Vt ka ESMA ja Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu aruanded.
[25] ESMA, 8. veebruar 2023: „EU MMF market 2023".

puhul on jaeinvestoritele kuuluv osa veidi suurem, lühiajaliste ja standardsete muutuva puhasväärtusega rahaturufondide puhul vastavalt 13 % ja 12 %[26].

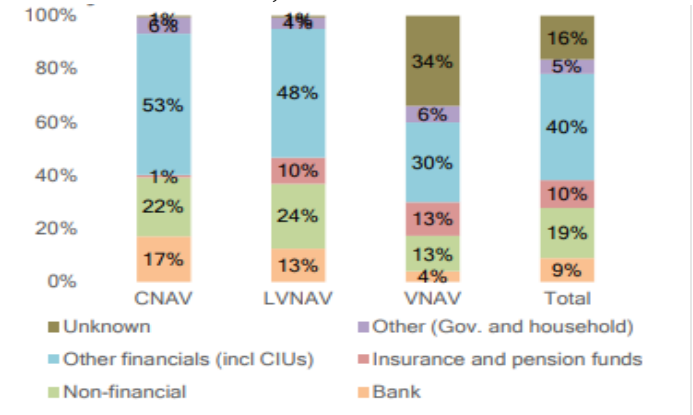
Nagu on näha jooniselt 3, on rahaturufondide peamisteks investoriteks finantseerimisasutused, kellele kuulub 59 % vara puhasväärtusest, samal ajal kui finantssektorivälistele äriühingutele kuulub 19 % vara puhasväärtusest.

Kolmandate riikide investorid domineerivad Luksemburgis ja Iirimaal, nagu on näidatud joonisel 4. Kolmandate riikide investoritele kuulub üle 77 % Iirimaa rahaturufondide puhasväärtusest ja ligi 63 % Luksemburgi rahaturufondide puhasväärtusest. Iirimaa rahaturufondide puhul on tegemist peamiselt Ühendkuningriigis asuvate investoritega (60 % neist investoritest neile kuuluva summa alusel). See näitab neis liikmesriikides asuvate kolmandate riikide väärингutes nomineeritud rahaturufondide tähtsust. Seevastu Prantsusmaal kuulub kohalikele investoritele ligi 76 % vara puhasväärtusest.

Joonis 2. Rahaturufondide jaeinvestorid *vs*. kutselised investorid (% kogu vara puhasväärtusest)
Allikas: ESMA turuaruanne 2023.

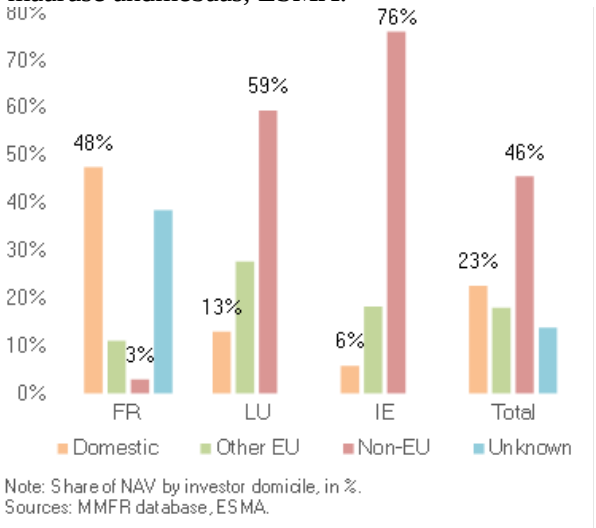


Joonis 3. Rahaturufondide investorite liigid sektorite kaupa (% kogu vara puhasväärtusest)
Allikas: rahaturufondide määruse andmebaas, ESMA.



[26] See on suuresti tingitud Prantsusmaal asuvatest rahaturufondidest, mille puhul kuulub jaeinvestoritele töötajate kogumishoiuste skeemide olemasolu tõttu 12 % vara puhasväärtusest.

Joonis 4. Vara puhasväärtuse osakaal investori asukoha järgi (%)
Allikas: rahaturufondide määruse andmebaas, ESMA.



Rahaturufondide investoritega peetud aruteludes ja sidusrühmadega konsulteerimise käigus saadud vastustes rõhutati, et investeeringute valimisel on investorite jaoks kõige olulisemad järgmised kriteeriumid: päevasisene/päevane likviidsus, kapitali säilitamine ja mitmekesistamine. Investorid nimetavad investeerimisotsuse tegemisel olulisena ka muid ELi rahaturufondide omadusi, näiteks portfelli kvaliteeti või tootlust. Rahaturufonde kasutatakse peamiselt likviidsuse juhtimise vahendina.

Vastavalt raamatupidamisstandardile IAS7 käsitatakse rahaturufondide aktsiaid „raha ja raha ekvivalentidena“[27]. See kehtib püsiva puhasväärtusega rahaturufondi ja vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondi puhul nende püsiva väärtuse ja päevasisese tagasivõtmise võimaluse pärast. Teatavates riikides kohaldatakse seda arvestuslikku käsitlust ka muutuva puhasväärtusega rahaturufondide suhtes. Komisjoni korraldatud konsultatsiooni käigus saadud arvamustest nähtub, et ettevõtete sundimine investeerima teistesse, teistsuguste omadustega instrumentidesse tekitaks ebakindlust nende toodete arvestuslikul käsitlemisel „raha või raha ekvivalendina“ ning piiraks ka ettevõtete likviidsuse juhtimise võimalusi, kuna muud instrumendid ei pruugi pakkuda päevasisest likviidsust.

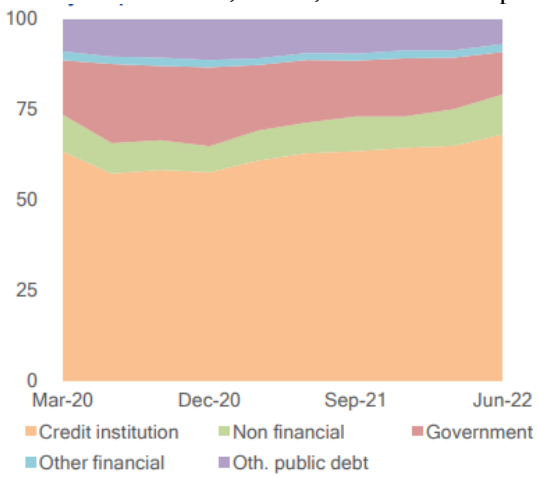
Valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufond peab investeerima vähemalt 99,5 % oma varadest valitsemissektori võlakohustustesse, valitsemissektori võlakohustusega tagatud pöördrepotehingutesse ja rahasse. Vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondid ja muutuva puhasväärtusega rahaturufondid investeerivad peamiselt rahaturuinstrumentidesse (67 % oma koguvaradest), mida täiendavad hoiused, repo- ja pöördrepolepingud ning muud lühiajalised varad.

Nagu on näidatud joonisel 5, on ELi rahaturufondid peamiselt seotud finantssektoriga, sealhulgas krediidiasutustega, mille väärtpaberid moodustavad üle 60 % ELi rahaturufondide valduses olevatest rahaturuinstrumentidest. Finantssektoriväliste ettevõtetega seotud riskipositsioonid on endiselt piiratud (10 % rahaturuinstrumentidest) ja need on peamiselt

[27] Määrus (EL) 1126/2008, rahvusvaheline raamatupidamisstandard 7, punkt 6: „Raha ekvivalendid on lühiajalised ülilikviidsed investeeringud, mida saab kergesti muuta teadaoleva suurusega rahasummadeks ja mille väärtuse muutumiste risk on väike“.

muutuva puhasväärtusega rahaturufondide valduses[28]. ELi rahaturufondid omavad kokku 50–70 % eurodes nomineeritud kommertsväärtpaberitest ja vabalt kaubeldavatest hoiusesertifikaatidest[29] (finantsstabiilsuse nõukogu, 2021).

Joonis 5. Rahaturufondide hoitavad rahaturuinstrumendid on peamiselt seotud finantssektoriga (% rahaturuinstrumentide valduses olevatest rahaturuinstrumentidest)
Allikas: rahaturufondide määruse andmebaas, Eikon, liikmesriikide pädevad asutused, ESMA.

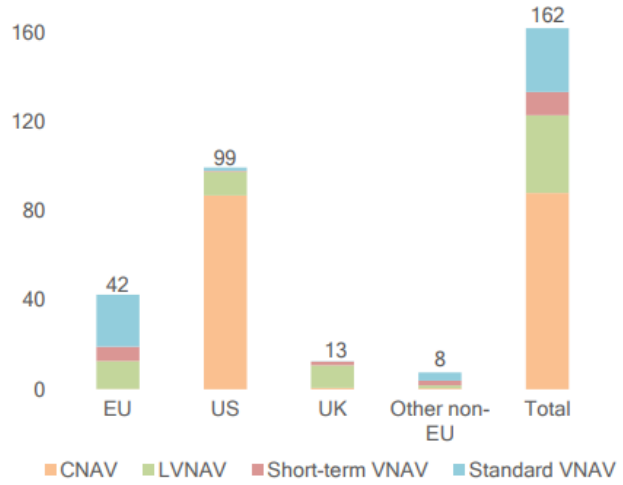


Nagu on näidatud joonisel 6, on suurem osa ELi rahaturufondide valitsemissektori võlanõuetest suunatud kolmandatele riikidele (74 % riiginõuetest 2021. aasta lõpus). Need riskipositsioonid kuuluvad peamiselt püsiva puhasväärtusega rahaturufondidele. Viimased vähendasid märkimisväärselt oma riigivõlakirju – 2021. aasta juuni 62 %-st 2022. aasta juuni 32 %-ni. Samal ajal suurendasid nad intressimäärade muutumise ootuses oma repoturu riskipositsioone. Riigivõlakirjade osakaal vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondide portfellides on 2020. aasta jooksul märkimisväärselt suurenenud, kuid 2021. aastal ja 2022. aasta esimesel poolel korrigeeriti see tagasi COVID-19-eelsele koosseisule. Muutuva puhasväärtusega rahaturufondidel on valitsemissektori võlakohustuste osakaal tavaliselt väiksem, keskmiselt 7 % nende varadest[30].

[28] ESMA, 8. veebruar 2023: „EU MMF market 2023“.
[29] Hoiusesertifikaadid: „panga väljastatud sertifikaat, mis tõendab hoiustamist selles pangas kindlaksmääratud ajaks ja kindlaksmääratud intressimääraga“ (IMF, 2003).
[30] *Idem*.

Joonis 6. Valitsemissektori võlakohustustega seotud riskipositsioonid 2021. aasta lõpus, miljardites eurodes

Allikas: rahaturufondide määruse andmebaas, liikmesriikide pädevad asutused, ESMA.



2.3. Hiljutised turusuundumused ja saadud kogemused

Viimastel aastatel on toimunud mitu turutingimusi halvendavat sündmust, mis on rahaturufondide raamistiku proovile pannud. 2020. aasta märtsis suurendas COVID-19 pandeemia järsult nõudlust turvaliste ja likviidsete varade järele nii finants- kui ka mittefinantssektoris. Paljude turgude likviidsus halvenes märkimisväärselt ja tingis enneolematuid keskpankade sekkumisi. Peamiste aktsiaindeksite väärtus langes mitme nädala jooksul enam kui 30 % ja finantsturgude volatiilsus suurenes pandeemia esimestel kuudel märkimisväärselt. Investorid olid üldiselt valitseva ebakindluse tõttu finantsturgudele investeerimise suhtes kõhklevad, mis tõi kaasa ulatusliku hindamiskahju.

Äriühingute võlakirjad ja rahaturufondid kogesid samuti märkimisväärset survet. Äriühingute võlakirjade tootlus suurenes 2020. aasta veebruaris ja märtsis märkimisväärselt. Eraturgudel tegutsevad rahaturufondid, st vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondid ja muutuva puhasväärtusega rahaturufondid ELis ja peamiselt äriühingute võlakirjadesse investeerivad rahaturufondid USAs,[31] registreerisid suure vahendite väljavoolu. 2020. aasta märtsis kogesid ELis asuvad vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondid 51,4 miljardi euro suurust väljavoolu[32] ning neil oli probleeme oma kommertsväärtpaberite ja hoiusesertifikaatide müügiga, kuna pangad ei soovinud või ei suutnud neid väärtpabereid, sealhulgas omaenda väärtpabereid, tagasi osta[33].

Turuolukord oli eriti pingeline USA dollarites nomineeritud vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondide puhul, nagu on näidatud joonisel 7 ja vastavasisulistes kirjutistes[34]. Kuna

---

31 Peamiselt äriühingute võlakirjadesse investeeriv rahaturufond on USA rahaturufondide liik, mis investeerib peamiselt muudesse kui valitsussektori väärtpaberitesse.

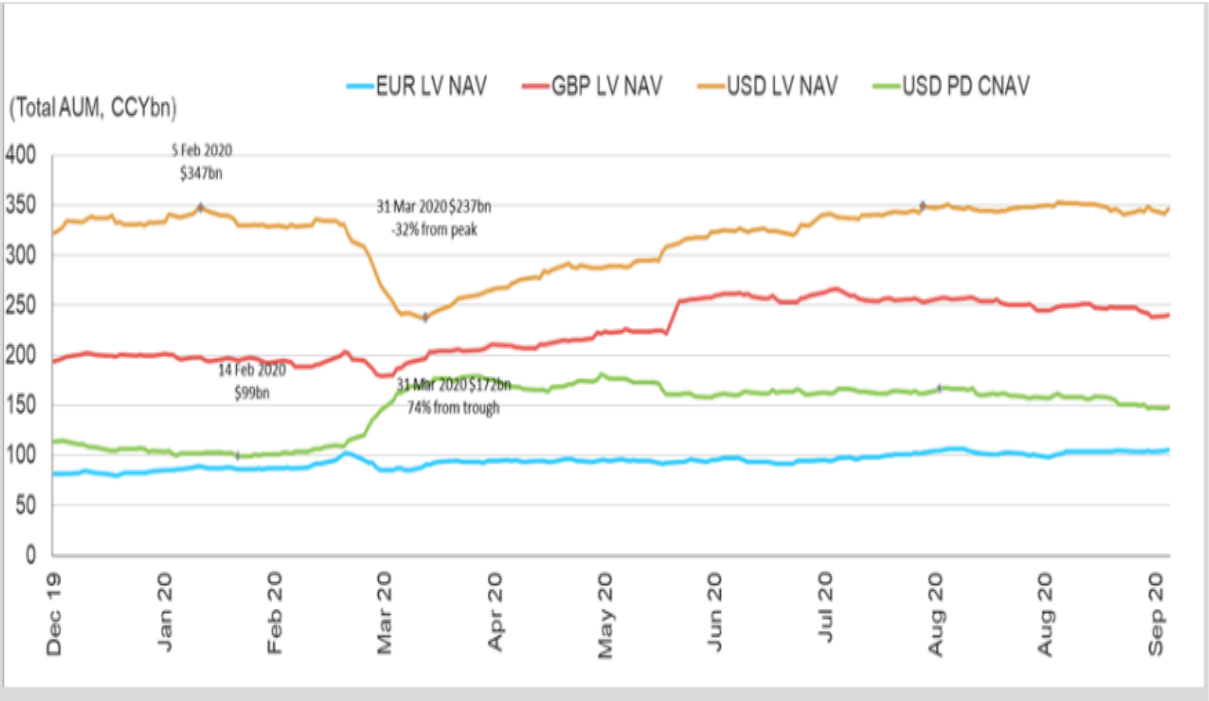
32 ESMA, september 2021, „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities“, nr 2, 2021.

33 Kommertsväärtpabereid ja hoiusesertifikaate hoitakse tavaliselt tähtajani ja isegi kui see tähtaeg on väga lühike, ei ole nende järelturg isegi tavaoludes likviidne. Samal ajal langeb rahaturufondide arvele märkimisväärne osa nende instrumentide nõudlusest.

34 Nagu on märgitud eri aruannetes, sealhulgas finantsstabiilsuse nõukogu aruandes „Policy proposals to enhance money market fund resilience“ (oktoober 2021), Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu märkuses „ESRB’s Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds (MMFs)“ (juuli 2021) ja Euroopa Keskpanga 2021. aasta aprilli artiklis makrotasandi

nende ühenädalase tähtajaga varade osakaal lähenes regulatiivsele miinimumtasemele (30 %), võisid mõned investorid olla mures selle pärast, et fondivalitsejad võivad hakata üha enam kasutama olemasolevaid likviidsuse juhtimise vahendeid (st likviidsustasu või tagasivõtmise piiranguid). Mure likviidsuse juhtimise vahendite kasutamise pärast oli eriti suur USA turul, mida võib seletada asjaoluga, et ELi investoritele on tasud üldiselt vastuvõetavamad kui USA investoritele, kuna nad on harjunud eurofondide tasudega. Nagu on näidatud joonisel 7, avaldas see mõju ka ELis asuvatele rahaturufondidele, kusjuures tagasivõtmised USA dollarites nomineeritud vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondidest ja märkimised USA dollarites nomineeritud valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufondides olid samas suurusjärgus, mis kajastab võimalikku asendusmõju (või vahendite ümberpaigutamist kvaliteetsematesse varadesse).

Joonis 7. Eri liiki rahaturufondide hallatavate varade muutus 2020. aasta märtsi paiku Allikas: Euroopa Fondivalitsejate Liit: andmed: Fitch Ratings, iMoneyNet.



Andmed[35] näitavad, et väheste ühenädalase tähtajaga varadega rahaturufondid registreerisid suurema väljavoolu kui paljude ühenädalase tähtajaga varadega rahaturufondid. Seda analüüsi võib tõlgendada kui tõendit selle kohta, et institutsionaalsed investorid võtsid vahendeid rahaturufondidest tagasi, et vältida tasusid ja piiranguid. Lisaks näitavad Avalose ja Xia (2021),[36] Darpeix' (2021)[37] ning Dunne ja Giuliana (2021)[38] uuringud, et likviidsuse suhtarvud olid peamised tagasivõtmise tegurid vähevolatiilse puhasväärtusega

usaldatavusjärelevalve ülevaates pealkirjaga „How effective is the EU Money Market Fund Regulation? Lessons from the COVID-19 turmoil".

35 ESMA, 2021, „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities", nr 1, 2021.

36 Avalos, F. ja Xia, D. (2021), „Investor size, liquidity and prime money market fund stress", BIS Quarterly Review Special Feature, lk 17–29.

37 Darpeix, P.-E. ja Mosson, N. (2021), „Detailed analysis of the portfolios of French money market funds during the COVID-19 crisis in early 2020", AMF.

38 Dunne, P. ja Raffaele, G. (2021), „Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?", Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu töödokument nr 127.

rahaturufondide puhul, kuid mitte muutuva puhasväärtusega rahaturufondide puhul, mis viitab seega võimalikele soovimatutele künnisefektidele[39]. Arvestades kriisi ulatust ja pandeemiast tingitud ülemaailmset majandusolukorda, võtsid peamised keskpangad mitmesuguseid meetmeid kapitaliturgude toetamiseks. Selline toetamine toimus järgmiselt:

- omavääringus nomineeritud hoiusesertifikaatide ja kommertsväärtpaberite otsene ostmine (EKP,[40] Inglise Pank,[41] Ameerika Ühendriikide Föderaalreserv) esmas- või järelturul;
- pankade emiteeritud tagatiseta võlakirjade arvamine kõlblike tagatiste hulka (EKP);
- laenuvõimalused pankadele rahaturufondide varade ostmiseks (Ameerika Ühendriikide Föderaalreserv)[42].

Keskpankade sekkumise tulemusena aeglustus tagasivõtmistaotluste esitamine ja alusrahaturgude likviidsus paranes. Kuigi nende sekkumiste eesmärk oli eelkõige taastada usaldus lühiajalise rahastamise turgude sügavuse ja likviidsuse vastu, said neist kaudselt kasu ka ELi rahaturufondid.

Turu ebastabiilsus 2020. aasta märtsis näitas, et mõned finantsturu segmendid ei suutnud toime tulla märkimisväärselt ja järsult suurenenud müügisurvega. Võib-olla oli see tingitud ka sellest, et vahendajate pakutav likviidsus oli piiratum ja reageeris nõudluse järsule suurenemisele vähem kui enne 2008. aasta finantskriisi. Sellegipoolest ei pidanud ükski ELi rahaturufond 2020. aasta märtsis kehtestama tagasivõtmistasusid või -piiranguid ega tagasivõtmisi peatama. Peale selle ei ületanud ükski vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufond rahaturufondide määruses sätestatud künnist, et muutuda muutuva puhasväärtusega rahaturufondiks (turu puhasväärtuse kõrvalekalle püsivast puhasväärtusest jõudis mõne USA dollarites nomineeritud vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondi puhul 20 baaspunkti piirini). Neid tulemusi tuleks siiski tõlgendada ettevaatlikult ja vaadelda kontekstis, arvestades keskpankade sekkumist, millega toetati turge.

Alates 2022. aasta veebruarist on Venemaa sissetung Ukrainasse ja sellega seotud geopoliitilised pinged mõjutanud finantsturge, eelkõige toorainehindu ja nendega seotud tuletisinstrumente. Kuna ELi rahaturufondid investeerivad väga likviidsetesse, lühikese tähtajaga varadesse, mille krediidirisk on minimaalne, ei kandnud nad märkimisväärseid kahjumeid ega kogenud suurt vahendite väljavoolu. Rahaturufondid on olukorraga kohanenud, kohandades oma osakuid veelgi lühema tähtajaga instrumentide suunas, mida intressirisk mõjutab vähem,[43] ja suurendades oma likviidsust. On mõningaid märke kaudsest

---

39 ESMA, 14. veebruar 2022, „ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation“.

40 2020. aasta märtsis teatas EKP eurodes nomineeritud rahaturgude täiendavast toetamisest, laiendades oma olemasolevat ettevõtlussektori ostukava, et see hõlmaks eurodes nomineeritud mittefinantsettevõtete kommertsväärtpabereid, mille järelejäänud lunastustähtaeg on kuni 28 päeva (lühendatud varasemast 6 kuu pikkusest miinimumtähtajast 28 päevani). EKP ettevõtete ostukava tõi seega kohalikus vääringus rahaturufondidele kasu ainult kaudselt, aidates taastada usaldust eurodes nomineeritud turgude vastu.

41 Paolo Cavallino ja Fiorella De Fiore, 5. juuni 2020, „Central banks' response to COVID-19 in advanced economies“, BISi bulletään nr 21.

42 Sellegipoolest ei olnud ELi USA dollarites nomineeritud vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondid kõlblikud EKP vahendite ja Ameerika Ühendriikide Föderaalreservi rahaturufondide vastastikuse likviidsusvahendi (MMLF) jaoks ning esialgu toimus neist vahendite väljavool, kuid pärast keskpankade teadaandeid on nad kiiresti taastunud.

43 Väiksema tähtajaga varade hinnamuutus on pärast intressimääradega seotud šokki väiksem. Keskmiselt on rahaturufondid oma keskmist kaalutud tähtaega oluliselt lühendanud – 2020. ja 2021. aasta lõpu ligi 50 päevast 10 aasta lühima ajavahemikuni, 19 päevani.

mõjust, mis tuleneb sellest, et investorid müüvad muid varasid või seisavad silmitsi lisatagatise nõuetega ja kasutavad ELi rahaturufonde likviidsuse säilitamiseks või juurdepääsuks likviidsusele. Vahendite sisse- ja väljavool tundusid siiski olevat üsna tasakaalus ning ükski ELi rahaturufond ei pidanud selles olukorras kehtestama tagasivõtmistasusid või tagasivõtmised peatama.

2022. aasta septembris Ühendkuningriigis kogetud halvenenud turutingimused mõjutasid ka neid ELi rahaturufonde, millel on märkimisväärne riskipositsioon Ühendkuningriigi varade suhtes ja/või Ühendkuningriigi investorid (eelkõige Iirimaa rahaturufondid, mille investoritebaasist on summade alusel ligikaudu 60 % pärit Ühendkuningriigist). Olemasolevate tõendite kohaselt esines kaudne mõju naelsterlingites nomineeritud rahaturufondidele, mis oli peamiselt seotud investorite vajadusega tagada kiiresti likviidsus pärast suurema lisatagatise nõudeid ja sundmüüki, eelkõige kohustustele suunatud investeerimisstrateegiatega fondide poolt[44]. Mõne naelsterlingites nomineeritud rahaturufondi puhul suurenes väljavool (viie fondi kumulatiivne väljavool oli üle 10 %)[45] vahetult pärast Ühendkuningriigi nn minieelarve väljakuulutamist 23. septembril 2022. aastal.

Olukord muutus kiiresti pärast Inglise Panga sekkumist, et toetada riigivõlakirjade turgu. 2022. aasta oktoobris suurenesid naelsterlingites nomineeritud ELi rahaturufondide vahendid peaaegu 30 %. Lisaks sellele võtsid 2022. aasta septembri viimasel nädalal naelsterlingites nomineeritud ELi rahaturufondid meetmeid oma vastupanuvõime tugevdamiseks, suurendades likviidsete varade osakaalu oma portfellides, kusjuures nii ühepäevane kui ka ühenädalane likviidsus suurenes märkimisväärselt[46].

Kuigi üks vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufond oli lähedal sellele, et ületada vara puhasväärtusest kõrvalekaldumise regulatiivne piirmäär, tundub, et sektor tervikuna pidas hästi vastu ja täitis oma rolli lühiajalise likviidsuse säilitamisel. Kohustustest lähtuv investeerimisepisood rõhutab rahaturufondide tähtsust institutsionaalsete investorite likviidsuse juhtimise vahendina. See näitab ka seda, kui oluline on säilitada rahaturufondide sektori vastupanuvõime eri laadi majandussõkkide suhtes.

2023. aasta märtsis ei täheldatud, et pangandussektori kriisiolukord oleks avaldanud olulist mõju ELi rahaturufondidele. USAs pani panga Silicon Valley Bank kokkuvarisemine mõned hoiustajad kahtlema pangahoiuste turvalisuses, eelkõige nende hoiuste puhul, mis ületavad regulatiivse kaitse piirmäära. Selle tagajärjel mindi üle USA rahaturufondidesse, mis pakkusid suuremat tootlust ja paindlikkust. Lisaks sellele põhjustas panganduskriis 2023. aasta märtsi viimastel nädalatel suurenenud sissevoolu Ameerika Ühendriikide Föderaalreservi üleöö-pöördrepotehingute (ON RRP) vahenditesse. Pärast Credit Suisse'i ülevõtmist UBSi poolt on ELi rahaturufondid samuti täheldanud märkimisväärset vahendite sissevoolu, sealhulgas 17,7 miljardit eurot eurodes nomineeritud rahaturufondidesse 2023. aasta märtsis, mida võib pidada märgiks, et turuosalised peavad ELi rahaturufondide sektorit vastupanuvõimeliseks.

---

44 Neid strateegiaid on kasutanud eelkõige kindlaksmääratud hüvitisega pensionifondid, mis on kasutanud finantsvõimendust, et kohandada oma varasid ja kohustusi madalate intressimäärade keskkonnas.

45 ESMA, veebruar 2023, „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities", nr 1, 2023.

46 ESMA, veebruar 2023, „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities", nr 1, 2023.

3. RAHATURUFONDIDE MÄÄRUSE ASJAKOHASUS USALDATAVUSNÕUETE SEISUKOHAST JA MAJANDUSLIKUST SEISUKOHAST

Järgnevalt vaadeldakse rahaturufondide määruse asjakohasust usaldatavusnõuete seisukohast ja majanduslikust seisukohast kooskõlas kõnealuse määruse artikli 46 lõike 2 nõuetega.

Rahaturufondid on investeerimisfondide eriliik, mis on tihedalt seotud ühelt poolt reaalmajanduses ja pangandussektoris tegutsevate äriühingutega ning teiselt poolt finantsturgude põhiosadega. Nad täidavad kahte tähtsat majanduslikku funktsiooni: toimivad likviidsusjuhtimise vahendina ning finants- ja mittefinantsüksuste lühiajalise rahastamise vahendina. Nad ei ole homogeensed ning nende struktuur ja riskiomadused on riigiti erinevad[47].

3.1. Rahaturufondid ja ELi liikmesriikide emiteeritud või tagatud võlakohustused

Rahaturufondide määruse artikli 46 lõike 2 punktide b ja c kohaselt peab komisjon hindama rahaturufondide rolli liikmesriikide emiteeritud või tagatud võlakohustuste ostmisel ning võtma arvesse selliste võlakohustuste eriomadusi ning rolli, mis võlakohustustel on liikmesriikide rahastamisel.

ELi liikmesriikide emiteeritud või tagatud võlainstrumentide suhteliselt väikse likviidsuse ja pikkade tähtaegade tõttu ei investeeri ELi rahaturufondid märkimisväärselt sellistesse väärtpaberitesse. Selle asemel on suurem osa ELi rahaturufondide valitsemissektori võlanõuetest suunatud kolmandatele riikidele (119 miljardit eurot 2021. aasta lõpus, 74 % kõigist riiginõuetest). Eelkõige on püsiva puhasväärtusega rahaturufondide hoitavad riigi võlakohustused peaaegu täielikult USA valitsemissektori võlakohustused (88 miljardit eurot 2021. aasta lõpus). Vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondide puhul moodustasid ELi valitsemissektori võlakohustused 2021. aasta lõpus 36 % nende riigivõlakirjade riskipositsioonist, samal ajal kui Ühendkuningriigi ja USA riigivõlakirjad moodustasid ligikaudu 60 %. Erinevalt muud liiki rahaturufondidest on muutuva puhasväärtusega rahaturufondide valitsemissektori võlakirjadest valdav osa ELi instrumendid, mis moodustasid 2021. aasta lõpus üle 75 % nende valitsemissektori võlanõuetest[48]. Võrreldes teiste rahaturufondidega on muutuva puhasväärtusega rahaturufondide valitsemissektori võlakohustuste osa varast tavaliselt siiski väiksem (ainult 7 % nende varadest) .

Rahaturufondide määruse kohaselt võivad pikema järelejäänud tähtajaga valitsemissektori võlakohustused[49] endiselt moodustada kuni 17,5 protsendipunkti 30 %-st nõutavatest ühenädalase tähtajaga varadest vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondi või valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufondi puhul. Konsultatsioonis osalenute arvates ei ole 17,5 % suurune ülemmäär kooskõlas riigi võlakohustuste käsitlemisega muudes õigusraamistikes (punkt 3.2). Rahaturufondide määruse kohaselt võivad rahaturufondid siiski investeerida kuni 100 % oma varast riigi võlakohustustesse ning piirangud keskenduvad üksnes vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondide ja valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks

[47] Finantsstabiilsuse nõukogu, 11. oktoober 2021, „Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience“.

[48] ESMA, 8. veebruar 2023: „EU MMF market 2023“.

[49] Niikaua kui need on väga likviidsed ja neid saab tagasi võtta ja arveldada ühe tööpäeva jooksul, võib sellised varad arvata ühenädalase tähtajaga varade hulka, mille järelejäänud tähtaeg on kuni 190 päeva.

mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufondide likviidsuspuhvritele, kuna nende varade tähtaeg on pikem ja volatiilsus suurem kui ühenädalase tähtajaga varade puhul. Konsultatsioonis osalenud märkisid ka, et paljud investorid kasutavad valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufonde, kuna nad ei soovi või ei suuda investeerida krediidiportfellidesse. Selle põhjuseks on tavaliselt konkreetsed tagatis-, kapitali- või regulatiivsed nõuded, näiteks nõue, et sularahapositsioonid peavad olema tagatud ainult valitsemissektori võlakohustustega, või regulatiivsed nõuded, nagu kvaliteetsete likviidsete varade nõue. Teised investorid märgivad, et kuigi investeeringuid valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufondi tehakse mitmekesistamise eesmärgil, ei ole need turud piisavalt suured, et rahuldada mõne investori likviidsuse juhtimise vajadust.

3.2. Võõrandatava vara kõrge ja väga kõrge likviidsuse ja krediidikvaliteedi ühtsed määratlused

Rahaturufondide määruse artikli 46 lõike 2 punkti d kohaselt peab komisjon võtma arvesse määruse (EL) nr 575/2013 artikli 509 lõikes 3 osutatud aruannet.

Määruse (EL) nr 575/2013 artikli 509 lõikega 3 tehti EBA-le ülesandeks esitada komisjonile aruanne võõrandatava vara kõrge ja väga kõrge likviidsuse ja krediidikvaliteedi asjakohaste ühtsete määratluste kohta. Pangad investeerivad neisse varadesse, et täita Baseli pangajärelevalve komitee kindlaks määratud eeskirjade kohaseid regulatiivseid likviidsusnõudeid.

EBA avaldas selle aruande 20. detsembril 2013,[50] soovitades samas, et tema empiirilisi järeldusi tuleks täiendada kvalitatiivse / eksperdihinnanguga, mis tugineb ka järelevalvealastele nõuannetele. ELis kaubeldavate mitmesuguste finantsvarade empiirilise analüüsi põhjal eristas EBA kõrge likviidsuse ja kvaliteediga varasid ning väga kõrge likviidsuse ja kvaliteediga varasid. EBA soovitas kooskõlas rahvusvaheliste standarditega käsitleda kõiki Euroopa Majanduspiirkonna riikide ja keskpankade poolt riigi vääringus emiteeritud või tagatud võlakirju ning ka riigiüleste asutuste poolt emiteeritud või tagatud võlakirju kui väga kõrge likviidsuse ja krediidikvaliteediga võõrandatavaid varasid.

Varahalduritepoolne likviidsusriski juhtimine hõlmab mitmeid kaitsemeetmeid: jaotatud tähtajad, eelkõige vähem likviidsete varade puhul, ühepäevased ja ühenädalased likviidsusklassid sõltuvalt portfelli kuuluvate varade tähtajast, varade krediidikvaliteedi eeskirjad, rahaturufondide investorite baasi tundmine ning varade muutumise ja likviidsuse ning nende korrelatsiooni eeskirjad. Alates 2017. aastast on suuremat tähelepanu pööratud likviidsusriski juhtimise tugevdamisele, sealhulgas töötades rahaturufondide stressitestimise, läbipaistvuse ja järelevalve, likviidsete varade määratluse ja varade likviidsusnõuetele vastavuse kallal.

ELi varahalduskorra kohaselt ei saa vara likviidsust automaatselt eeldada ning tuleb teha asjakohane likviidsustest. Selleks peavad varahaldurid kehtestama asjakohase riskijuhtimisprotsessi, mis vaadatakse süstemaatiliselt läbi ja mida kohandatakse vastavalt nende investeerimisstrateegiatele ja investorite liigile („tunne oma klienti“ põhimõte). Likviidsust ja krediidikvaliteeti hinnatakse juhtumipõhiselt finantsinstrumentide ja kogu portfelli tasandil.

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

Seega, kuigi ELi pangandusraamistiku kohaselt võib mõningaid varasid pidada kõrge või väga kõrge likviidsusega varadeks, ei pruugi see rahaturufondide puhul automaatselt nii olla, ning fondi varade likviidsuse ja krediidikvaliteedi kindlaksmääramiseks on vaja iga juhtumit eraldi analüüsida.

3.3. Rahaturufondide määruse mõju lühiajalise rahastamise turgudele

Rahaturufondide määruse artikli 46 lõike 2 punkti e kohaselt peab komisjon võtma arvesse määruse mõju lühiajalise rahastamise turgudele.

Rahaturufondid on osa ulatuslikumast lühiajalise rahastamise ökosüsteemist. 2020. aasta märtsi kriis tõi esile teatava struktuurse haavatavuse, andmete puudulikkuse ja regulatiivse ebakindluse Euroopa lühiajalise rahastamise turgudel. Kuigi need ei kuulu rahaturufondide määruse kohaldamisalasse, on need ELi rahaturufondide nõuetekohase toimimise seisukohast olulised.

Lühiajalise rahastamise turg on börsiväline vahendusturg. On tõendeid, et see lühiajalise rahastamise turg on killustatud ja läbipaistmatu[51]. Asjakohane teave on hajutatud mitme kauplemiskoha vahel, millest ükski ei suuda osalise aruandluse, ebaselge tegevusulatuse, vastuolulise terminoloogia jms tõttu anda terviklikku ülevaadet turust.

Uuringu tulemusel selgub, et järelturu tegevus (ost, müük, hind, mahud jne) on peaaegu täielikult läbipaistmatu. See muudab hindade leidmise keeruliseks, vähendab nende turgude tõhusust ja raskendab rahaturufondide jaoks riskide asjakohast jälgimist kriisiolukorras. Samuti takistab see järelevalveorganitel turu struktuurset likviidsust täpselt hinnata. Suurem läbipaistvus võib aidata muuta lühiajalise rahastamise turud dünaamilisemaks ja vastupanuvõimelisemaks, vähendades seeläbi ka rahaturufondidega seotud riske tõsise kriisi korral.

Enamik konsultatsioonis osalenutest, sealhulgas finantssektori esindajad ja järelevalveasutused, juhtisid tähelepanu vajadusele suurendada läbipaistvust ja aidata kaasa hindade leidmisele lühiajaliste väärtpaberite turgudel, nõudes rohkem teavet selle kohta, millega kaubeldakse ja millised on tasumisele kuuluvad summad.

Arvestades selle turu väiksemat likviidsust ja läbipaistmatust, on lisaks oht, et halvenenud turutingimused võivad kanduda üle teistele rahaturufondidele, mida nimetatakse ülekanduva mõju dünaamikaks. Rahaturufondid peavad tagasivõtmistaotluste rahuldamiseks investeerima piisavalt likviidsetesse varadesse. Selliste likviidsete instrumentide hulka kuuluvad pöördrepotehingud (sageli üleöötehingud), lühiajalised riigikassa võlakirjad ja pangahoiused. Muid instrumente (hoiusesertifikaadid, kommertsväärtpaberid) ei saa alati kiiresti maha müüa (kuna neid hoitakse tavaliselt kuni lunastustähtajani ja järelturg ei ole piisavalt sügav, mis suurendab nende müümisel hinnamõju), kuid nende tähtaeg on väga lühike. Vahendite väljavoolu korral kasutavad rahaturufondid tagasivõtmistaotluste rahuldamiseks kõigepealt nende varade tulu, mille tähtaeg on saabumas, või lõpetavad oma pöördrepotehingud. Kui väljavool jätkub, müüvad rahaturufondid oma likviidsed varad ilma edasiste investeeringuteta

[51] Darpeix, P., märts 2022, „The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know", Authorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings.

lühiajalistesse instrumentidesse, mille tulemusel kuivavad ettevõtete rahastamisallikad järsult kokku.

Põhimõtteliselt saaks seda ülekanduva mõju dünaamikat vältida, kui rahaturufondid saaksid oma raha investeerida instrumentidesse, mille puhul kiire väljumine ei põhjustaks turul ülekanduvat mõju. Üks vahend, mis vastab sellele nõudele, oleks hoius keskpangas endas. Ühe näite sellise korralduse kohta võib tuua USAst, kus rahaturufondid võivad paigutada oma liigse sularaha Ameerika Ühendriikide Föderaalreservi üleööpöördrepotehingute süsteemi (ON RRP). Lisaks likviidsusprobleemide vältimisele on USA rahaturufondide sektoril ELi rahaturufondidega võrreldes eelis likviidsete vahendite sissevoolu paindliku juhtimise näol[52]. Näitena võib tuua panga Silicon Valley Bank kokkuvarisemisest tingitud panganduskriisi, mis tõi kaasa sissevoolu suurenemise USA rahaturufondidesse, mille tulemusel suurenes 2023. aasta märtsi viimastel nädalatel Ameerika Ühendriikide Föderaalreservi vahendite kasutamine. 2023. aasta märtsiks hoidsid rahaturufondid ja muud õigustatud osalised kõnealuses süsteemis üle 2,3 triljoni USA dollari[53].

3.4. Rahvusvahelise tasandi regulatiivsed suundumused

Rahaturufondide määruse artikli 46 lõike 2 punkti f kohaselt peab komisjon võtma arvesse rahvusvahelise tasandi regulatiivseid suundumusi.

Pandeemiaga seotud sündmused andsid tõuke rahaturufondide õigusraamistiku edasiseks tugevdamiseks. Selle tulemusena on Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve, Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu ja finantsstabiilsuse nõukogu esitanud mitu ettepanekut rahaturufondide õigusraamistiku reformimiseks, et vähendada süsteemseid riske ja tagada rahaturufondide sektori vastupidavus võimalikele tulevastele likviidsusprobleemidele või turutingimuste halvenemisele. Eri ametiasutuste ja institutsioonide väljapakutud poliitikavariandid võib rühmitada järgmiselt: 1) vähendada investorijooksu riski (eelkõige kaotades teatavate rahaturufondide hoiuselaadsed omadused), 2) tugevdada rahaturufondide likviidsust ja nende kahjumi katmise võimet ning 3) võtta meetmeid, et valmistuda tulevasteks kriisideks. Need ettepanekud on loetletud tabelis 2 ja neid on üksikasjalikumalt kirjeldatud allpool.

[52] Otsus rahaturufondidele sellise likviidsusele juurdepääsu andmise kohta ei kuulu siiski Euroopa Komisjoni pädevusse, vaid on EKP pädevuses.

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

Tabel 2. Peamised poliitikaettepanekud

Poliitikaeesmärgid	Poliitikaettepanekud	1) ESMA	2) ESRB	3) FSB
Vähendada investorijooksu riski	Kaotada võimalus kasutada vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondide puhul amortiseeritud soetusmaksumuse meetodit	Jah	Jah	Jah
	Siduda likviidsuse juhtimise vahendite aktiveerimine lahti vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondide ja püsiva puhasväärtusega rahaturufondide puhul kehtivatest regulatiivsetest piirmääradest	Jah	Jah	Jah
	Kehtestada tagasivõtvatele investoritele tagasivõtmise kulud		Jah	Jah
Tugevdada rahaturufondide likviidsust ja nende kahjumi katmise võimet	Likviidsuse juhtimise vahendite kasutamise eeskirjad	Jah	Jah	Jah
	Muutused ühepäevases ja ühenädalases likviidsuse suhtarvus	Jah	Jah	
	Kehtestada investeeringute ja valitsemissektori võlakohustuste miinimumsuhtarv	Vabatahtlik osalus	Jah	
	Suurendada likviidsete varade kasutatavust kriisiolukorras	Jah	Jah	
	Kehtestada miinimumrisk			Jah
	Kapitalipuhver			Jah
Muud meetmed	Stressitestimise raamistiku täiustamine	Jah	Jah	
	Kolmandate isikute toetus (ESMA avalduse lisamine seadusesse)	Jah		
	Rahaturufondide reitingute avalikustamise eeskirjad	Jah		
	Täiustatud aruandlusnõuded	Jah	Jah	

- ESMA arvamus rahaturufondide määruse kohta, 14. veebruar 2022
- Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu soovitus rahaturufondide reformi kohta, 25. jaanuar 2022
- Finantsstabiilsuse nõukogu soovitused G20-le rahaturufondide reformide kohta, 11. oktoober 2021, (Policy proposals to enhance money market fund resilience).
- USA väärtpaberi- ja börsikomisjoni (SEC) rahaturufonde reguleerivate õigusnormide muutmise ettepanekute kavand, 15. detsember 2021 (rahaturufondide reformid), avatud avalikuks konsultatsiooniks
- Financial Conduct Authority (FCA) ja Inglise Pank ühinesid rahaturufondide aruteludokumendiga, mai 2022 (Resilience of Money Market Funds), avatud konsulteerimiseks kuni 23. juulini 2022

(*) Ettepanek nõuda minimaalset osalust väga likviidsetes varades, sealhulgas valitsemissektori võlakohustustes, ja maksimaalset osalust väiksema likviidsusega varades, kui turu olukord on halvenenud (nt 40 % erasektori hoiusesertifikaatides ja kommertsväärtpaberites).
(**) Inglise Pank ja Ühendkuningriigi finantstegevuse amet (Financial Conduct Authority) kaaluvad konsultatsiooni algatamist püsiva puhasväärtusega vara eemaldamise kohta vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondidest. Vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondide suhtes kehtiks samasugune kord nagu lühiajaliste muutuva puhasväärtusega rahaturufondide suhtes. Samuti kaaluvad nad valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufondide suuruse piiramist.

3.4.1. Investorijooksu riski vähendamine

Rahvusvahelised organisatsioonid ja järelevalveasutused, nagu Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu ja Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve, on soovitanud vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondide muutmist USA eeskujul muutuva puhasväärtusega

fondideks[54]. Sellise muudatuse eesmärk oleks vähendada künnisefektist tulenevat investorijooksu riski, piirates investorite võimalusi rahaturufondist kapitali tagasivõtmiseks püsivhindadega, mis halvenenud turutingimuste ajal ei pruugi kajastada alusvara turuväärtust. Selleks teevad nad ettepaneku keelata amortiseeritud soetusmaksumuse meetodi ja sellega seotud kahe kümnendkohani ümardamise kasutamine, mis võimaldab vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondidel pakkuda stabiilset tagasivõtmishinda.

See poliitikavariant tähendaks siiski radikaalset muutust ELi rahaturufondide turul ja eelkõige vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondide turu kadumist. Üleminek püsiva puhasväärtusega varalt muutuva puhasväärtusega varale kaotaks nende toodete hoiuselaadsed omadused, mis on üks peamisi põhjusi, millele investorid viitavad nende rahaturufondide kasutamisel. Enamik konsultatsioonis osalenutest suhtus vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondide kaotamisse üsna kriitiliselt. Enamiku konsulteeritute arvates kaasneb sellega oht, et mõned investorid lahkuvad rahaturufondide turult. Vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondide majanduslikult elujõuliste alternatiivide ja asendusfondide piiratud kättesaadavus võib viia selleni, et investorid pöörduvad vähem reguleeritud toodete poole.

Teise võimalusena võiksid praegused vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondide investorid investeerida valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufondidesse (praegu 11 % turust), muutuva puhasväärtusega rahaturufondidesse (eelkõige lühiajalistesse muutuva puhasväärtusega rahaturufondidesse) või otse lühiajalisele turule. Sidusrühmadega konsulteerimise käigus esitatud arvamustest nähtub siiski, et valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufondide segment on liiga väike, et rahuldada investorite likviidsuse juhtimise vajadusi, ning et see ei vasta nende likviidsusnõuetele. Lisaks väidavad konsulteeritud, et vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondide kaotamine tooks kaasa konkurentsi suurenemise valitsussektori varade pärast, mida pangad kasutavad kvaliteetsete likviidsete varadena, aga ka paljud teised investorid likviidsuse juhtimiseks.

Mõned konsulteeritud osutavad, et lühiajaline muutuva puhasväärtusega rahaturufond võiks olla alternatiiviks, kuid viitavad ebakindlusele seoses nende arvestusliku käsitlemisega „raha ja raha ekvivalentidena“ eri riikides. Lisaks oleks sellistel muudatustel ka mõju maksudele. Enamik konsultatsioonil osalenutest on seisukohal, et kui vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondid ei oleks enam kättesaadavad, kasutaksid nad alternatiivsete instrumentidena pangahoiuseid, kuigi pangahoiused suurendaksid vastaspoole krediidiriski ja vähendaksid oluliselt riskide hajutamist võrreldes rahaturufondide pakutavate hajutatud investeeringutega portfellidega.

Üldiselt hindasid konsultatsioonis osalenud vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondi kasulikkust ja eelkõige selle kasutusmugavust investorite jaoks, kuna aktsia hinda saab ümardada 20 baaspunkti piires. Kui vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondid ei oleks enam kättesaadavad, on konsulteeritute arvates karta alternatiivsete investeeringute ja riskide hajutamise võimaluste puudumist. Arvesse tuleks võtta ka vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondide vastupanuvõimet 2020. aasta märtsi kriisi ajal, sest ükski vähevolatiilse

[54] USA väärtpaberijärelevalve (SEC) astus selle sammu 2016. aastal. SECi reformi kohaselt pidid kõik institutsionaalsed peamiselt äriühingute võlakirjadesse investeerivad rahaturufondid (st institutsionaalsete investorite kasutuses olevad valitsussektorivälised rahaturufondid) muudetama muutuva puhasväärtusega rahaturufondideks. Selle reformi tulemusel vähenesid USA rahaturufondidesse investeeritud varad enne reformi rakendamist oluliselt, mis tuli kasuks USA valitsussektori rahaturufondidele (mille varad on püsiva puhasväärtusega).

puhasväärtusega rahaturufond ei aktiveerinud sel perioodil likviidsuse juhtimise vahendeid ega muutunud muutuva puhasväärtusega rahaturufondiks.

3.4.2. Rahaturufondide likviidsuse ja nende kahjumi katmise võime tugevdamine

Usaldus- ja järelevalveasutused on esitanud mitu poliitikavarianti, mille eesmärk on veelgi tugevdada rahaturufondide suutlikkust tulla toime suure hulga tagasivõtmistaotlustega ning kaitsta avalikke huve ja finantsstabiilsust.

Kuigi rahaturufondide määruses ei ole seos likviidsuse juhtimise vahendi kasutamise ja likviidsuse taseme vahel automaatne, võib ühenädalase tähtajaga varade 30 % suuruse miinimumosa ületamine põhjustada tagasivõtmispiirangute või -tasude kehtestamist. See näib olevat sundinud fondivalitsejaid mitte kasutama oma ühenädalase tähtajaga varasid 2020. aasta märtsis suurenenud tagasivõtmistaotluste rahastamiseks, kartes, et ühenädalase tähtajaga varade miinimumtaseme ületamine võib tuua kaasa täiendavaid tagasivõtmistaotlusi, kuna investorid ootavad likviidsuse juhtimise vahendite kehtestamist. Likviidsuse juhtimise vahendite võimaliku kasutamise täielik lahtisidumine minimaalse likviidsuse olemasolu nõude rikkumisest võib seega suurendada fondivalitsejate võimet rahastada kriisiperioodidel suurenenud tagasivõtmisi. See ettepanek on leidnud sidusrühmade seas seni kõige suuremat toetust.

EKP toetab igati ettepanekut leevendada likviidsusklasside osaks olevate kõlblike valitsemissektori võlakohustuste suhtes kehtivaid piiranguid ning soovib, et investeeringud nendesse varadesse tehtaks kohustuslikuks. Sidusrühmade arvamused lahknevad, kui tegemist on sellesse varasse tehtavate investeeringute siduva iseloomu ja ulatusega. See on seotud selliste investeeringute muutuva mõjuga rahaturufondide kasumlikkusele ja valitsemissektori kõlblike võlakohustuste kättesaadavusega. Sidusrühmad on ka veidi mures likviidsusriski ülekandumise pärast riigivõlakirjaturule. Kuigi valitsemissektori võlakohustused võivad olla rahaturufondide jaoks oluline likviidsuse juhtimise vahend, on hiljutine Ühendkuningriigi kriis näidanud, et need ei ole hinnakõikumiste suhtes immuunsed. Lisaks on oht, et kõlblike valitsemissektori võlakohustuste suhtes kehtivate piirangute suurendamine tooks kaasa rahaturufondide investeeringute liigse keskendumise nendele väärtpaberitele, samal ajal kui investeeringute hajutamine erinevatesse varaklassidesse on oluline kaitsevahend.

Üldiselt ei ole ettepanekud suurendada likviidsete varade miinimumkoguseid küll sisuliselt vastuolulised, kuid on raskesti rakendatavad ja neil võib olla soovimatuid tagajärgi. Kuigi likviidsuskattekordajat käsitlevates õigusnormides on sätestatud kvaliteetse likviidse vara määratlus, on varahaldussektoris likviidseid varasid raske määratleda (nt pingelised turutingimused võivad mõjutada ka riigivõlakirju). Lisaks juhivad rahaturufondide valitsejad likviidsust terviklikult, kasutades muu hulgas eri tähtaegu, pöördrepotehinguid ja oma investoritebaasi omadusi (sealhulgas investorite kontsentratsiooni). Lisaks muudaksid täiendavad ranged piirmäärad varahaldurite likviidsusriski juhtimise põhimõtete, sealhulgas stressitestide rakendamise jäigaks, millel võib olla soovimatu mõju.

Sidusrühmad on rahaturufondide rollist ja funktsioonist lähtuvalt eri arvamusel selles, millist tegelikku mõju avaldavad soovitused anda fondivalitsejatele võimalus suunata tagasivõtmise kulud investoritele (kehtestades erinevaid hinnapõhiseid likviidsuse juhtimise vahendeid, mida tuntakse ka kõikuva hinnakujundusena), nagu on soovitanud finantsstabiilsuse nõukogu ja Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu ning pakkunud välja USA väärtpaberite ja börsikomisjon. Vastavalt finantsstabiilsuse nõukogu ja Euroopa Süsteemsete Riskide

Nõukogu soovitustele on alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate direktiivi ja eurofonde käsitleva direktiivi läbivaatamise ettepaneku eesmärk suurendada ELi fondide likviidsuse juhtimise vahendite valikut ja ühtlustada nende kasutamise viise. ELi rahaturufondid saavad kasu alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate direktiivi / eurofondide direktiivi läbivaatamisest, mille puhul varahalduritel lubatakse valida asjaomasest loetelust kõige sobivamad likviidsuse juhtimise vahendid.

Finantsstabiilsuse nõukogu on teinud ettepanekuid rahaturufondide kahjumi katmise võime parandamiseks, sealhulgas kehtestades piirangud aktsiatele, mida saab kohe tagasi võtta (nn kindlaksmääratud miinimumrisk), ja nõudes rahaturufondidelt kapitalipuhvrite säilitamist, näiteks väljaspool rahaturufondi, fondivalitsejate rahastataval tinghoiukontol. Sellised lahendused vähendaksid esimesena tegutsevate investorite eeliseid, kuna need vähendaksid ülejäänud investorite kahju riski. Sellised lahendused on aga kas katsetamata ja sõltuvad märkimisväärsetest tegevuslikest kohandustest (kindlaksmääratud miinimumriski puhul) või muudaksid rahaturufondide toimimise kulukamaks ja tooksid seega tõenäoliselt kaasa mõne fondi sulgemise (kapitalipuhvrite tõttu) ja väiksema tulu investorite jaoks.

3.4.3. Muud meetmed

Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve ja finantsstabiilsuse nõukogu on välja pakkunud ka mitu lisameedet, mis ei ole otseselt seotud rahaturufondide tegevusega ja väärivad edasist hindamist. Need on peamiselt seotud aruandluse ja stressitestimisega. Samuti võiks täiendavalt hinnata teisi sidusrühmade ettepanekuid, näiteks järelevalve tugevdamist.

3.5. ELi valitsemissektori võlakohustuste 80 % suuruse miinimumkvoodi kehtestamise teostatavus

Rahaturufondide määruse artikli 46 lõike 2 kohaselt peab komisjon hindama, kas ELi valitsemissektori võlakohustustesse investeerimise 80 % kvoodi kehtestamine on teostatav.

Aruandes võetakse arvesse ELi valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud lühiajaliste instrumentide kättesaadavust ja antakse hinnang sellele, kas vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondid võiksid olla asjakohane alternatiiv muudes vääringutes valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufondidele.

Rahaturufondide määruse põhjenduses 56 väidetakse, et selline kvoot võib olla „õigusta[tud] usaldusväärsuse järelevalve seisukohast“, arvestades, et „ELi lühiajaliste [valitsemissektori] võlakohustuste emiteerimise suhtes kohaldatakse liidu õigusakte“. Kuid on kaks peamist probleemi, mis muudavad sellise kvoodi rakendamise praktikas teostamatuks.

Esimene probleem seisneb ühelt poolt ELis praegu kättesaadavate valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufondide (mis on enamasti nomineeritud USA dollarites või naelsterlingites ja olemas on ainult üks suhteliselt väike eurodes nomineeritud valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufond[55]) ja teiselt poolt ELi riigivõla nominaalväärtuse vahelises ebakõlas. Darpeix'[56] andmed näitavad, et valdav osa (umbes 90 %) ELi riikide

[55] Põhineb ESMA andmetel, 8. veebruar 2023: „EU MMF market 2023“

[56] Darpeix, P., märts 2022, „The market of short-term debt securities in Europe: what do we know and what we do not know”, Authorité des Marchés Financiers, Risk and Trend Mappings.

(olenemata sellest, kas nad kuuluvad euroalasse või mitte) emiteeritud lühiajalistest võlakirjadest on nomineeritud eurodes ja ainult umbes 5 % on nomineeritud USA dollarites. Erinevus fondide enda nominaalväärtuste ja olemasolevate riigivõlainstrumentide vahel tähendab, et ELi valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufondid investeerivad peamiselt USAs ja Ühendkuningriigis emiteeritud instrumentidesse[57].

Avalike konsultatsioonide tulemused näitavad, et isegi ELi valitsemissektori võlakohustuste kvoodi kehtestamise korral ei läheks dollarites ja naelsterlingites nomineeritud püsiva puhasväärtusega rahaturufondide investorid tõenäoliselt üle eurodes nomineeritud valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud rahaturufondidele, seda peamiselt kahel põhjusel.

- Esiteks seetõttu, et kliendid võtavad riigivõlakirjade ja valuutariski aspekte arvesse peamiselt koos. Näiteks soovivad USA dollarites nomineeritud rahaturufondidesse investeerivad kliendid riskipositsiooni pigem USA võla ja valuuta kui ELi võla ja valuuta suhtes. See on tihedalt seotud ka rahaturufondide majandusliku funktsiooniga säilitada likviidsus konkreetses vääringus.
- Ja teiseks, eurodes nomineeritud lühiajaliste valitsemissektori võlakohustuste vähese hajutatuse ja suhteliselt väikse likviidsusega kaasnevad riskid. Sidusrühmadelt saadud tagasiside näitab, et rahaturufondid eelistavad investeerida varadesse, mille tähtaeg on lühem kui 3 kuud, mida on praegusel eurodes nomineeritud valitsemissektori võlakohustuste turul raske saavutada.

Teine probleem seisneb selles, et selline kvoot võib avaldada finantsstabiilsusele negatiivset mõju. Basel II likviidsusnõuete täitmiseks peab pankadel olema riskipositsioon valitsemissektori võlakohustuste suhtes. ELi valitsemissektori võlakohustuste 80 % suurune miinimumkvoot tähendaks, et rahaturufondid oleksid suunatud samadele instrumentidele nagu pangad. Selle tulemusel investeeriksid paljud investorid samasse varaklassi, mis suurendaks kriisiolukordades mõju ülekandumise ja finantsilise ebastabiilsuse ohtu, kuna ühised alluspositsioonid võimendaksid finants- ja riigivõlakirjade riski vastastikust sõltuvust.

Eelnevat analüüsi silmas pidades on ELi rahaturufondidele ELi valitsemissektori võlakohustuste 80 % suuruse kvoodi kehtestamine endiselt küsitav. Kuid isegi kvooti kehtestamata võib pärast hiljutist intressimäärade tõusu euroalal ilmuda turule rohkem euroala valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufonde, mis võib aidata paigutada rohkem lühiajalisi eurodes riigi võlakohustusi ELi valitsemissektori võlakohustustesse investeerimiseks mõeldud püsiva puhasväärtusega rahaturufondidesse.

4. JÄRELDUSED

Käesoleva aruandega täidetakse rahaturufondide määruse artikli 46 lõigetes 1 ja 2 komisjonile antud õiguslikku kohustust esitada Euroopa Parlamendile ja nõukogule aruanne rahaturufondide määruse asjakohasuse kohta usaldatavusnõuete seisukohast ja majanduslikust seisukohast.

[57] Rahaturufondid ei kipu vääringuid segama mitmel põhjusel. Kuigi nad võiksid seda mingil määral teha, maandades valuutariskipositsioonid valuutatuletisinstrumentide abil, muutuks see sisuliselt liiga kulukaks.

Aruandest nähtub, et rahaturufondide määrus sai edukalt hakkama likviidsusprobleemidega, mida rahaturufondid kogesid 2020. aasta märtsis COVID-19st tingitud turutõrgete, hiljutise intressimäärade tõusu ja sellega seotud finantsvarade ümberhindamise ajal. Ükski ELi rahaturufond ei pidanud seoses nende stressiolukordadega kehtestama tagasivõtmistasusid või -piiranguid ega peatama tagasivõtmisi. Ka need ELi rahaturufondid, mis on keskendunud naelsterlingis nomineeritud varadele, pidasid vastu 2022. aasta septembri riigivõlakirjade turu tingimuste halvenemisega seotud tagasivõtmissurvele.

Need kogemused näitavad, et rahaturufondide määruses sätestatud kaitsemeetmed on toiminud ettenähtud viisil. See hõlmab kaitsemeetmeid, mis on kavandatud selleks, et võimaldada püsiva puhasväärtusega rahaturufondidel (püsiva puhasväärtusega rahaturufondid ja vähevolatiilse puhasväärtusega rahaturufondid) jätkata teatud tingimustel amortiseeritud soetusmaksumuse meetodi kasutamist ilma süsteemseid riske tekitamata ja investoreid kahjustamata.

Kehtestades spetsiaalse korra, on rahaturufondide määrus oluliselt tugevdanud õigusraamistikku, millega reguleeritakse ELis tegutsevaid rahaturufonde, mille suhtes varem kehtisid erinormid. Pärast rahaturufondide määruse viieaastast kohaldamist on käesolevas aruandes siiski leitud puudusi, mida tuleks täiendavalt hinnata. Eelkõige näitavad sidusrühmadega peetud konsultatsiooni tulemused ja hiljutised turusuundumused, et ELi rahaturufondide vastupanuvõimet võiks veelgi suurendada, eeskätt sidudes likviidsuse juhtimise vahendite võimaliku kasutuse lahti regulatiivsetest likviidsuse piirmääradest. Lisaks sellele tuuakse käesolevas aruandes esile struktuurilised probleemid, mis ei ole seotud rahaturufondide ja seega ka rahaturufondide määrusega, sealhulgas need, mis on seotud aluseks olevate lühiajaliste turgudega. Need struktuurilised probleemid vääriksid edasist hindamist ja neid analüüsitakse praegu põhjalikumalt ka finantsstabiilsuse nõukogu tasandil.

Lisaks saavad ELi rahaturufondid kasu alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate direktiivi ja eurofondide direktiivi[58] käimasolevast läbivaatamisest, mille eesmärk on kehtestada uued ühtlustatud õigusnormid, et muuta likviidsuse juhtimise vahendid avatud investeerimisfondide jaoks kättesaadavamaks. See uus likviidsuse juhtimise vahendite raamistik tugevdab veelgi ELi rahaturufondide likviidsuse juhtimise võimet tingimuste halvenemise korral.

[58] Seda seetõttu, et ELis tegutsevad rahaturufondid peavad olema asutatud vastavalt kas alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate direktiivile või eurofondide direktiivile ja neid järgima. Komisjoni ettepanekuga saab tutvuda aadressil https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Financial-services-review-of-EU-rules-on-alternative-investment-fund-managers_et.