

I

(Päätöslauselmat, suositukset ja lausunnot)

SUOSITUKSET

EUROOPAN JÄRJESTELMÄRISKIKOMITEA

EUROOPAN JÄRJESTELMÄRISKIKOMITEAN SUOSITUS,

annettu 7 päivänä joulukuuta 2017,

likviditeetti- ja vipurahoitusriskeistä sijoitusrahastoissa

(EJRK/2017/6)

(2018/C 151/01)

EUROOPAN JÄRJESTELMÄRISKIKOMITEAN HALLINTONEUVOSTO, joka

ottaa huomioon Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen,

ottaa huomioon finanssijärjestelmän makrotason vakauden valvonnasta Euroopan unionissa ja Euroopan järjestelmäriskikomitean perustamisesta 24 päivänä marraskuuta 2010 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 1092/2010 ⁽¹⁾ ja erityisesti sen 3 artiklan 2 kohdan b, d ja f alakohdan sekä 16, 17 ja 18 artiklan,

ottaa huomioon Euroopan järjestelmäriskikomitean työjärjestyksen hyväksymisestä 20 päivänä tammikuuta 2011 tehdyn Euroopan järjestelmäriskikomitean päätöksen EJRK/2011/1 ⁽²⁾ ja erityisesti sen 18, 19 ja 20 artiklan,

sekä katsoo seuraavaa:

- (1) Sijoitusrahastosektori on viime vuosikymmenen aikana kasvanut voimakkaasti sekä unionissa että maailmanlaajuisesti, ja sen seurauksena sijoitusrahastot muodostavat entistä suuremman osan arvopaperimarkkinoista. On odotettavissa, että sijoitusrahastojen rooli rahoituksen välittäjinä tulee vahvistumaan edelleen, kun otetaan huomioon alhaiset korot, pankkisektorin taserajoitteet sekä pääomamarkkinaunionin kehittyminen. Sääntelyviranomaiset ovat suhtautuneet myönteisesti tähän kehityssuuntaan, sillä rahoituslähteiden monipuolistuminen saattaa edistää rahoitusjärjestelmän tehokkuutta ja häiriönsietokykyä.
- (2) Huolenaiheena on kuitenkin, että sijoitusrahastojen lisääntynyt rahoituksenvälitys saattaa kärjistää mahdollisia tulevia finanssikriisejä. Epätasapaino avointen sijoitusrahastojen varojen ja niiden lunastusprofiilin välillä saattaa markkinastressitilanteissa johtaa pakkomyyn-teihin lunastustoimeksiantoihin vastaamiseksi. Tällaiset pakkomyynnit saattavat vaikuttaa kielteisesti muihin samoja tai läheisesti korreloivia varoja omistaviin markkinaosapuoliin. Lisäksi vivutus voi vahvistaa negatiivisten markkinaliikkeiden vaikutuksia, koska sillä luodaan sijoitusrahaston varojen määrän ylittäviä vastuuta. Mainittujen välillisten kanavien lisäksi sijoitusrahasto voi levittää riskejä myös sidonnaisuuksiensa kautta: esim. sidonnaisuudet sijoittajiin on välitön kanava, jonka välityksellä häiriöt voivat leivitä muihin rahoituslaitoksiin.
- (3) Sijoitusrahastot ovat alttiita markkinoiden dynamiikan ja rakenteen muutoksille. Kun korot ovat matalia, tuottohakuisuus voi kannustaa sijoitusyhtiöitä sijoittamaan suuremman osuuden varoistaan vähemmän likvideihin varoihin. Vaarana on, että makrotason häiriö, esim. riskipreemioiden lasku, saattaa johtaa sijoitusrahastosijoittajien esittämien lunastustoimeksiantojen määrän kasvuun. Seuraukset saattavat olla vakavia erityisesti sellaisten sijoitusrahastojen kohdalla, joiden salkuissa on suuri osa vahvasti vivutettuja ja vähemmän likvidejä varoja.

⁽¹⁾ EUVL L 331, 15.12.2010, s. 1.

⁽²⁾ EUVL C 58, 24.2.2011, s. 4.

- (4) Ellei tätä riskiä hallinnoida asianmukaisesti, jotkut sijoittajat saattavat hyödyntää ”varhaisen rahastolunastajan etua”; tällä tarkoitetaan sitä, että ennen markkinastressitilannetta tai sen alkuvaiheissa lunasta pyytäneet sijoittajat eivät joudu täysimääräisesti alttiiksi markkinastressitilanteen seurauksille, jotka siis jäävät jäljelle jäävien sijoittajien kannettavaksi.
- (5) Unionin nykyinen lainsäädäntö sisältää keinoja, joiden tarkoituksena on vaimentaa sijoitusrahastojen finanssikriisejä voimistavia vaikutuksia, sekä vahvistaa sijoitusrahastojen häiriönsietokykyä. Kyseinen unionin lainsäädäntö koostuu Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiveistä 2009/65/EY⁽¹⁾ ja 2011/61/EU⁽²⁾
- (6) Sekä direktiivi 2009/65/EY että direktiivi 2011/61/EU sisältävät likviditeetin hallintavaatimuksia. Vaihtoehtoisten sijoitusrahastoilla on oltava niiden sijoitusstrategian maksuvalmiusprofiilin kanssa linjassa oleva lunastuspolitiikka, ja niiden on säännöllisesti suoritettava stressitestejä sekä tavanomaisissa ja poikkeuksellisissa likviditeettiosuhteissa. Siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien yritysten (”yhteissijoitusyritykset”) on noudatettava yksityiskohtaisia sääntöjä, joiden mukaisesti sallitut sijoituskohteet määritetään, sekä suoritettava stressitestejä tarvittaessa.
- (7) Velkavivutukseen liittyviin järjestelmäriskeihin puuttumiseksi direktiivit 2009/65/EY ja 2011/61/EU sisältävät oikeusperustan sijoitusrahastoihin sovellettavien vivutusrajojen asettamiselle. Direktiivin 2009/65/EY 51 artiklan 3 kohdassa on täsmennetty johdannaisiin liittyvän riskin kokonaismäärä, jota yhteissijoitusyritys ei saa sijoitustoiminnassaan ylittää, ja saman direktiivin 83 artiklan 2 kohdan a alakohdassa määräämällä lainanotolle on vahvistettu 10 prosentin yläraja. Direktiivin 2011/61/EU 25 artiklan 3 kohdan mukaan kansalliset toimivaltaiset viranomaiset voivat asettaa rajoja vivutuksen määrälle tai asettaa muita rajoituksia vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitoon liittyen. Lisäksi direktiivin 2011/61/EU 25 artiklan 7 kohdan mukaan ESMA voi määrittää, että vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan tai vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien ryhmän käyttämä vivutus aiheuttaa merkittävän riskin rahoitusjärjestelmän vakaudelle ja eheydelle, ja antaa toimivaltaisille viranomaisille lausunnon, jossa täsmennetään toteutettavat korjaustoimet, mukaan luettuna vivutuksen määrän rajoitukset.
- (8) Sen varmistamiseksi, että sääntely lieventää järjestelmäriskejä, rahastonhoitajien kykyyn hallita riskejä on tarpeen soveltaa jatkuvasti korkeita standardeja koko unionissa. On olemassa näyttöä siitä, että nykyinen sääntelykehys varmistaa sijoitusrahastojen tehokkaan riskienhallinnan mikrovakaustasolla. Tehokkuutta makrovakaustasolla ei kuitenkaan ole juuri testattu. Tämän suosituksen tarkoituksena on puuttua järjestelmäriskeihin, jotka johtuvat likvidiyden epätasapainosta ja vivutuksen käytöstä sijoitusrahastoissa. Tämä tulee vahvistamaan omaisuudenhallintasektoriin sovellettavaa makrovakaussäännöstöä unionissa.
- (9) Suosituksen A tarkoituksena on puuttua riskeihin, joita saattaa aiheutua, jos rahastonhoitajilla ei ole käytössään asianmukaisia likviditeetin hallinnan välineitä, kuten esim. lunastuspalkkiot, lunastusportit tai lunastusten keskeyttämismahdollisuus. Ilman tällaisia välineitä lunastuspaineet saattavat omaisuuserien hintojen laskutilanteessa aiheuttaa järjestelmän laajuista likviditeettistressiä ja vahvistaa omaisuuserien hintojen laskutrendiä, mikä saattaa johtaa rahoitusvakauden vaarantumiseen. Likviditeettihallintavälineiden laaja valikoima kaikissa jäsenvaltioissa vahvistaisi rahastonhoitajien kykyä selviytyä lunastuspaineista likviditeettistressitilanteissa. Lisäksi suositus A sisältää kehotuksen selkiyttää kansallisten toimivaltaisten viranomaisten käytössä olevia lunastusten keskeyttämistä välineitä.
- (10) Suosituksen B tarkoituksena on lieventää ja ehkäistä likviditeetin liiallista epätasapainoa avoimissa vaihtoehtoissa sijoitusrahastoissa. Joidenkin avointen vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen toimintaan kuuluu, että suuri osa sijoituksista tehdään luonteeltaan vähemmän likvideihin varoihin. Tällaisia ovat esim. kiinteään omaisuuteen, noteeraamattomiin arvopapereihin, lainoihin ja muihin vaihtoehtoihin varoihin sijoittavat sijoitusyritykset. On tärkeää, että tällaiset sijoitusrahastot osoittava kansallisille toimivaltaiselle viranomaiselle hyväksymismenettelyssä ja/tai sen jälkeen kykenevänsä säilyttämään sijoitusstrategiansa myös markkinoiden stressitilanteissa.
- (11) Suosituksen C tarkoituksena on edistää yhtenäisiä stressitestauskäytäntöjä yksittäisen sijoitusrahaston tasolla. Stressitestauksen avulla rahastonhoitaja voi tunnistaa mahdollisia heikkouksia sijoitusstrategioissa sekä varmistaa, että sijoitusrahasto on valmistautunut kriisiin. Jos stressitestejä käytetään asianmukaisesti riskienhallinnan ja

⁽¹⁾ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009, arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta (EUVL L 302, 17.11.2009, s. 32).

⁽²⁾ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU, annettu 8 päivänä kesäkuuta 2011, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta (EUVL L 174, 1.7.2011, s. 1).

päätöksenteon välineenä, ne voivat vähentää likviditeettiriskiä sijoitusrahastotasolla sekä myötävaikuttaa likviditeettiriskin vähenemiseen rahoitusjärjestelmän tasolla. Rahastonhoitajien stressitestauskäytäntöjä koskevan ohjeistuksen odotetaan pienentävän likviditeettiriskejä sekä sijoitusrahastojen että järjestelmän tasolla, ja vahvistavan yhteisöjen kykyä hallinnoida likviditeettiä sijoittajien edun mukaisesti, mukaan lukien yllätystilanteisiin liittyvien kriisireaktioiden välttäminen ajanjaksoina, joina sijoittajien lunastustoimeksiantoja tulee odotettua enemmän.

- (12) Suosituksen D tarkoituksena on perustaa unioninlaajuinen yhdenmukaistettu yhteissijoitusyritysten raportointijärjestelmä. Vaikka yhteissijoitusyrityksiin sovelletaan raportointivelvoitteita monissa unionin maissa, raportointikäytännöt eriyvät huomattavasti toisistaan esim. raportointitiheyden, soveltamisalaan kuuluvien yhteissijoitusyritysten sekä raportoitujen tietojen osalta. Koska yhdenmukaistettua raportointijärjestelmää ei ole, ei ole mahdollista seurata ja arvioida kattavasti, miten yhteissijoitusyritykset mahdollisesti myötävaikuttavat rahoitusjärjestelmään kohdistuviin riskien syntymiseen. Yhteissijoitusyrityksiä koskeva yhdenmukaistettu raportointijärjestelmä tulee myös vähentämään raportoinnissa olevaa tehottomuutta sekä kansallisten toimivaltaisten viranomaisten että toimialan osalta.
- (13) Suosituksen E tarkoituksena on helpottaa direktiivin 2011/61/EU 25 artiklan soveltamista. Artiklassa säädetään makrovakausvälineestä, jolla vivutusta voidaan rajoittaa vaihtoehtoisissa sijoitusrahastoissa. On tarpeen selkiyttää tämän välineen käyttöä luomalla yhteinen lähestymistapa, jolla varmistetaan, että kansalliset toimivaltaiset viranomaiset voivat käyttää välinettä yhdenmukaisella tavalla. Tästä syystä olisi laadittava ohjeistus järjestelmästä, jonka avulla velkavipuriskit voidaan arvioida sekä ohjeistus vivutuksen rajojen muotoilusta, kalibroinnista ja soveltamisesta.
- (14) Tässä suosituksessa suositellaan oikeasuhtaista järjestelmää sellaisten riskien hallitsemiseksi, jotka saattavat aiheutua tai levitä sijoitusrahastosektorin välityksellä, säilyttäen kuitenkin lunastusten sellaiset keskeiset ominaispiirteet, jotka vetävät sijoittajia avointen sijoitusrahastojen puoleen ja tekevät yhteissijoittamisen mahdolliseksi.
- (15) Tässä suosituksessa otetaan huomioon meneillään olevat kansainväliset ja eurooppalaiset aloitteet koskien makrovakauspolitiikkoja, joilla on tarkoitus lieventää sijoitusrahastojen likviditeettiepätasapainosta ja vivutuksesta johtuvia riskejä. Erityisesti on otettu huomioon finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmän (Financial Stability Board, FSB) ja kansainvälisen arvopaperimarkkinavalvojien järjestön (International Organization of Securities Commission, IOSCO) työ. FSB julkaisi 12 päivänä tammikuuta 2017 suositukset sellaisiin varainhoitotoiminnan rakenteellisiin haavoittuvuuksiin puuttumiseksi, jotka aiheutuvat sijoitusrahastojen likviditeettiepätasapainosta ja vivutuksesta⁽¹⁾. FSB:n työn täydentämiseksi IOSCO:n tehtäväksi on annettu FSB:n suositusten täytäntöönpano. Tämä prosessi on parhaillaan käynnissä.
- (16) Sijoitusrahastoihin sovellettavan nykyisen sääntelykehiksen makrovakausaspektien täytäntöönpanemiseksi ja sen varmistamiseksi, että kansalliset toimivaltaiset viranomaiset toimivat yhdenmukaisesti, tämä suositus on osittain osoitettu ESM:lle, ottaen huomioon sen välitys- ja koordinoitirooli.
- (17) Suosituksena on, että Euroopan komissio esittää lainsäädäntöehdotuksia sellaisiin muihin riskeihin puuttumiseksi, joita sijoitusrahastot aiheuttavat. EJRK on pannut merkille, että komission agendalla on jo tähän liittyviä lainsäädännön uudelleentarkasteluhankkeita. Nämä tarjoavat mahdollisuuden puuttua tässä suosituksessa mainittuihin makrovakauskysymyksiin.
- (18) Euroopan järjestelmäriskikomitean (EJRK) suositukset julkaistaan sen jälkeen, kun Euroopan unionin neuvostolle on ilmoitettu hallintoneuvoston aikeista julkaista suositukset sekä annettu mahdollisuus toimia,

ON ANTANUT TÄMÄN SUOSITUKSEN:

1 JAKSO

SUOSITUKSET

Suositus A – Likviditeetin hallinnan välineet lunastuksia varten

1. Suositetaan, että komissio tekee esityksen sellaisten yhteisten sääntöjen sisällyttämiseksi unionin lainsäädäntöön, jotka koskevat likviditeetin hallinnan lisävälineiden integroimista unionin maista olevien sijoitusrahastojen rakenteeseen siten, että kukin rahaston hoidosta vastaava yhteisö päättää yksilöllisesti, mitkä likviditeetin hallinnan lisävälineet otetaan mukaan perustamisasiakirjoihin tai muihin ennen sopimuksen tekoa annettaviin sijoitusrahastoja koskeviin tietoihin.

⁽¹⁾ Finanssimarkkinoiden valvontaryhmä, "Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities", tammikuu 2017.

2. Suositetaan, että komissio ehdottaa unionin lainsäädännön laajentamista siten, että siihen sisällytetään lisäsäännöksiä, joissa täsmennetään kansallisten toimivaltaisten viranomaisten rooli niiden käyttäessä lunastusten keskeyttämisvaltaa tilanteissa, joihin liittyy rajat ylittäviä rahoitusvakauserävaikutuksia.
3. Suositetaan, että komissio ehdottaa unionin lainsäädännön täsmenmistä siten, että siinä määritetään ESMAn välitys-, koordinointi- ja neuvontaroolin suhde kansallisten toimivaltaisten viranomaisten toimivaltaan keskeyttää lunastukset tilanteissa, joihin liittyy suosituksessa A olevassa 2 kohdassa tarkoitettuja rajat ylittäviä rahoitusvakauserävaikutuksia.

Suositus B – Lisäsäännökset, joilla vähennetään liiallisen likviditeettiepätasapainon todennäköisyyttä

Suositaan, että komissio ehdottaa sellaisten välineiden sisällyttämistä unionin lainsäädäntöön, joilla avoimissa vaihtoehtoisissa sijoitusrahastoissa käytettyjen likviditeettitransformaatioiden myötävaikutusta järjestelmäriskien tai markkinahäiriöriskien muodostumiseen rajoitetaan.

Suositus C – Stressitestaus

Suositaan, että ESMA laatii valvontakäytäntöjen yhdenmukaisuuden edistämiseksi ohjeistukset käytännöistä, joita yksittäisten vaihtoehtoisien sijoitusrahastojen ja yhteissijoitusyritysten hoitajien olisi noudatettava likviditeettiriskien stressitestauksessa.

Suositus D – Yhteissijoitusyritysten raportointi

1. Komission suositetaan esittävän, että unionin lainsäädännössä yhteissijoitusyritykset ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöt veloitetaan raporttoimaan toimivaltaiselle viranomaiselle tietoja, erityisesti likviditeettiriskistä ja vivutuksesta, sekä antamaan tällaisia tietoja asianomaiselle kansalliselle toimivaltaiselle viranomaiselle, jos kyseisellä viranomaisella ei ole toimivaltaa yhteissijoitusyritysten raportointiin liittyen.
2. Komission suositetaan esittävän, että sellainen osa kaikista yhteissijoitusyrityksistä ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöistä, joka on rahoitusmarkkinoiden vakauden näkökulmasta katsottava riittäväksi, raportoi suosituksessa D olevassa 1 kohdassa mainitut tiedot raportointisääntöjen mukaisesti ainakin neljännesvuosittain. Vähimmäisvaatimuksena edustavan osan yhteissijoitusyrityksistä ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöistä olisi vuosittain raportoitava riittävä osajoukko tiedoista.
3. Komission suositetaan esittävän, että kansalliset toimivaltaiset viranomaiset toimittavat suosituksessa D olevassa 1 kohdassa tarkoitettuja tietoja asianomaisille muiden jäsenvaltioiden kansallisille toimivaltaisille viranomaisille, ESMalle ja EJRK:lle.

Suositus E – Direktiivin 2011/61/EU 25 artiklaa koskeva ohjeistus

1. Suositetaan, että ESMA antaa ohjeistuksen järjestelmästä, jonka avulla arvioidaan missä määrin vivutus vaihtoehtoisien sijoitusrahastojen sektorilla myötävaikuttaa järjestelmäriskin muodostumiseen rahoitusjärjestelmässä.
2. Suositetaan, että ESMA antaa ohjeistuksen makrovakaussyistä asetettavien vivutusrajojen rakenteesta, kalibroinnista ja soveltamisesta.
3. Suositetaan, että ESMA antaa ohjeistuksen siitä, miten kansallisten toimivaltaisten viranomaisten olisi ilmoitettava ESMalle, EJRK:lle ja muille kansallisille toimivaltaisille viranomaisille aikomuksestaan soveltaa direktiivin 2011/61/EU 25 artiklan 3 kohdassa tarkoitettuja makrovakaustoimia.
4. Suositetaan, että ESMA käyttää kansallisilta toimivaltaisilta viranomaisilta direktiivin 2011/61/EU 25 artiklan 3 kohdan mukaisesti saamia tietoja vertailuanalyysiin sekä tietojen vaihtamiseen kansallisten makrovakauseräviranomaisten ja EJRK:n kanssa vivutusrajojen käytöstä ja vaihtoehtoisien sijoitusrahastojen hoitoa koskevien muiden rajoitusten asettamisesta.

2 JAKSO

SOVELTAMINEN

1. Määritelmät

1. Tässä suosituksessa tarkoitetaan

- a) 'likviditeetin hallinnan lisävälineillä' välineitä, jotka auttavat avoimia vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja, yhteissijoitusyrityksiä ja niiden hoitajia hoitamaan jatkuvasti lunastustoimeksiantoja asianmukaisesti ja tehokkaasti ja erityisesti markkinoiden stressitilanteissa. Näihin välineisiin tulisi kuulua sekä tapahtuman jälkeen käytettäviä toimenpiteitä, esim. lunastusten keskeytys tai viivästetyt lunastukset ("portit" / "pidennettävissä olevat irtisanomisajat") että ennakoitavia toimenpiteitä (joustava hinnoittelu (swing pricing) / diluutiosuojamaksut);

- b) 'vaihtoehtoisilla sijoitusrahastoilla' direktiivin 2011/61/EU 4 artiklan 1 kohdan a alakohdassa tarkoitettuja yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä;
 - c) 'vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajalla' samaa kuin direktiivin 2011/61/EU 4 artiklan 1 kohdan b alakohdassa, ottaen kuitenkin huomioon saman direktiivin 2 artiklan 3 kohdan ja 3 artiklan poikkeukset.
 - d) 'avointen vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajilla' komission delegoidun asetuksen (EU) N:o 694/2014 (¹) 1 artiklan 2 kohdassa määriteltynä kategoriaan kuuluvia;
 - e) 'rahaston hoidosta vastaavalla yhteisöllä' i) direktiivin 2009/65/EY 2 artiklan 1 kohdan b alakohdassa tarkoitettua rahastoyhtiötä, ii) direktiivissä 2009/65/EY tarkoitettua sijoitusyrityksenä toimivaa yhteissijoitusyritystä, joka ei ole nimennyt rahastoyhtiötä, iii) direktiivin 2011/61/EU 4 artiklan 1 kohdan b alakohdassa tarkoitettua vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajaa ja iv) direktiivin 2011/61/EU 5 artiklan 1 kohdan b alakohdassa tarkoitettua sijoitusyhteisönä toimivaa sisäisesti hoidettua vaihtoehtoista sijoitusrahastoa, joka ei ole valinnut vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajaa;
 - f) 'vivutuksella' menetelmää, jolla sijoitusrahasto lisää positiotaan yli rahaston varojen määrän joko rahaa tai arvopapereita lainaamalla, rahoitusjohdannaispositioihin sisältyvää vivutusta käyttämällä tai muulla tavalla;
 - g) 'kansallisella toimivaltaisella viranomaisella' direktiivin 2009/65/EY 2 artiklan 1 kohdan h alakohdassa tai direktiivin 2011/61/EU 4 artiklan 1 kohdan f alakohdassa tarkoitettua kansallista viranomaista;
 - h) 'järjestelmäriskillä' samaa kuin asetuksen (EU) N:o 1092/2010 2 artiklan c kohdassa;
 - i) 'arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavalla yrityksellä' (tai 'yhteissijoitusyrityksellä') direktiivin 2009/65/EY 1 artiklan 2 kohdassa tarkoitettua yritystä, jolle on annettu mainitun direktiivin 5 artiklassa tarkoitettu lupa;
 - j) 'yhteissijoitusyrityksen rahastoyhtiöllä' samaa kuin direktiivin 2009/65/EY 2 artiklan 1 kohdan b kohdassa;
2. Liitteet I ja II ovat tämän suosituksen erottamaton osa. Jos suosituksen varsinainen teksti ja liitteet ovat ristiriidassa keskenään, sovelletaan ensisijaisesti suosituksen varsinaista tekstiä.

2. Soveltamiskriteerit

1. Tätä suositusta sovellettaessa noudatetaan seuraavia kriteerejä:

- a) Tämä suositus kattaa vaihtoehtoiset sijoitusrahastot, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajat, yhteissijoitusyritykset sekä yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöt;
 - b) sääntelyerojen hyväksikäyttöä olisi vältettävä;
 - c) suhteellisuusperiaate olisi otettava asianmukaisesti huomioon, ottaen huomioon myös kunkin suosituksen tavoite ja sisältö;
 - d) liitteessä I vahvistetut noudattamiskriteerit.
2. Suosituksen kohteita pyydetään raporttoimaan EJRK:lle ja neuvostolle toimenpiteistä, joihin ne ovat ryhtyneet tämän suosituksen johdosta, taikka perustelemaan asianmukaisesti miksi toimiin ei ole ryhdytty. Raportteihin olisi sisällytettävä vähintään
- a) tiedot toimenpiteiden sisällöstä ja ajoituksesta, soveltuvin osin myös sellaisten mahdollisten toimien osalta, joihin on ryhdytty suhteessa Euroopan valvontaviranomaisiin;
 - b) arvio toimenpiteiden toimivuudesta tämän suosituksen tavoitteisiin nähden;
 - c) yksityiskohtaiset perustelut toimimatta jättämiselle taikka tästä suosituksesta poikkeamiselle, mahdolliset viivästymiset mukaan luettuina.

3. Seurannan aikarajat

Suosituksen kohteita pyydetään raporttoimaan EJRK:lle ja neuvostolle toimista, joihin ne ovat ryhtyneet tämän suosituksen johdosta, taikka perustelemaan asianmukaisesti miksi toimiin ei ole ryhdytty seuraavien aikarajojen mukaisesti.

1. Suositus A

Komissiota pyydetään toimittamaan EJRK:lle ja neuvostolle viimeistään 31 päivänä joulukuuta 2020 raportti suosituksessa A olevan 1, 2 ja 3 kohdan täytäntöönpanosta.

(¹) Komission delegoitu asetukset (EU) N:o 694/2014, annettu 17 päivänä joulukuuta 2013, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2011/61/EU täydentämisestä teknisillä sääntelystandardeilla vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien tyyppien määrittämiseksi (EUVL L 183, 24.6.2014, s. 18).

2. Suositus B

Komissiota pyydetään toimittamaan EJRK:lle ja neuvostolle viimeistään 31 päivänä joulukuuta 2020 raportti suosituksen B soveltamisesta.

3. Suositus C

ESMAa pyydetään toimittamaan EJRK:lle ja neuvostolle viimeistään 30 päivänä kesäkuuta 2019 suosituksessa C tarkoitetun ohjeistuksen;

4. Suositus D

Komissiota pyydetään toimittamaan EJRK:lle ja neuvostolle viimeistään 31 päivänä joulukuuta 2020 raportti suosituksessa D olevan 1, 2 ja 3 kohdan täytäntöönpanosta.

5. Suositus E

- a) ESMAa pyydetään toimittamaan EJRK:lle ja neuvostolle viimeistään 30 päivänä kesäkuuta 2019 suosituksessa E olevassa 1, 2 ja 3 kohdassa tarkoitettu ohjeistus;
- b) ESMAa pyydetään 31 päivästä joulukuuta 2019 toimittamaan vähintään vuosittain kansallisille makrovakausviranomaisille ja EJRK:lle suosituksessa E olevassa 4 kohdassa tarkoitettut tiedot.

4. Seuranta ja arviointi

1. EJRK:n sihteeristö

- a) tukee suosituksen kohteita koordinoimalla raportointia, tarjoamalla asianmukaisia asiakirjamalleja sekä tarvittaessa täsmentämällä seurannan menettelyjä ja aikarajoja;
- b) verifioi tämän suosituksen kohteiden toteuttaman seurannan ja pyynnöstä avustaa suosituksen kohteita sekä toimittaa ohjauskomitean välityksellä seurantaraportteja hallintoneuvostolle.

2. Hallintoneuvosto arvioi suosituksen kohteiden raportoidut toimenpiteet ja perustelut sekä tarvittaessa päättää, ovatko tämän suosituksen kohteet jättäneet noudattamatta näitä suosituksia perustelematta asianmukaisesti, miksi ne eivät ole ryhtyneet toimiin.

Tehty Frankfurt am Mainissa 7 päivänä joulukuuta 2017.

EJRK:n sihteeristön päällikkö, EJRK:n hallintoneuvoston puolesta.

Francesco MAZZAFERRO

LIITE I

SUOSITUSTEN NOUDATTAMISKRITEERIT

Suositus A

Suosituksen A noudattamista arvioidaan seuraavien kriteerien perusteella.

A(1) Likviditeetin hallintaan käytettävien lisävälineiden saatavuus

Unionin lainsäädännössä olisi mahdollistettava monenlaisten likviditeetin hallinnan lisävälineiden oikeudellinen saatavuus unioni tasolla ja tunnustettava, että vastuu niiden aktivoinnista ja käytöstä on ensisijaisesti omaisuudenhoidajilla, ja että jotkut näistä välineistä ei välttämättä ole kaikkien avointen rahastotyyppien kannalta sopivia tai tarpeellisia. Likviditeetin hallinnan lisävälineiden olisi autettava avoimia vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja, siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä ("yhteissijoitusyritykset") ja niiden hoitajia hoitamaan lunastusmekanismeja asianmukaisesti ja tehokkaasti jatkuvasti ja erityisesti markkinoiden stressitilanteissa.

Komission ehdotusten asianomaisen unionin lainsäädännön muuttamiseksi olisi sisällettävä ainakin seuraavat velvoitteet:

- a) avointen vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöiden velvoite arvioida kaikki saatavilla olevat likviditeetin hallinnan lisävälineet ja erityisesti arvioida, mitkä niistä ovat sopivia niiden hoitamien rahastojen sijoitusstrategian kannalta, ja kyseiset välineet tulisi sisällyttää perustamisasiakirjoihin tai muihin ennen sopimuksen tekoa annettaviin tietoihin, jotta niitä voidaan käyttää sekä normaalioloissa että markkinoiden stressitilanteissa ja jotta välineet ovat riittävän läpinäkyviä sijoittajille;
- b) avointen vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöiden velvollisuus sisällyttää niiden hoitamien rahastojen perustamisasiakirjoihin tai muihin ennen sopimuksen tekoa annettaviin tietoihin ainakin toimivalta keskeyttää lunastukset, erityisesti markkinoiden stressitilanteissa;
- c) avointen vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöiden velvollisuus varmistaa riittävät toiminnalliset valmiudet ja varautumissuunnitelmat, jotta niiden käytettävissä olevat likviditeetin hallinnan lisävälineet ovat aktivoitavissa oikea-aikaisesti;
- d) avointen vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöiden velvollisuus raportoida kansallisille toimivaltaisille viranomaisille likviditeetin hallinnan lisävälineiden soveltamisesta ja käytöstä markkinoiden stressitilanteissa;
- e) Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) velvollisuus laatia, kuultuaan ensin Euroopan järjestelmäriskikomiteaa (EJRK) makrovakausspekteista, ohjeistus
 - i. likviditeetin hallinnan lisävälineiden luonteesta ja määritelmästä;
 - ii. A kohdan 1 alakohdan a alakohdan mukaisen sopivuusarvioinnin kriteereistä;
 - iii. A kohdan 1 alakohdan a alakohdan mukaisesti käyttöön otettujen likviditeetin hallinnan lisävälineiden läpinäkyvyyssvaatimuksista;
 - iv. korkean tason periaatteet siitä, miten likviditeetin hallinnan lisävälineitä sovelletaan likviditeetin hallintaprosessissa;
 - v. siitä, miten likviditeetin hallinnan lisävälineiden käytöstä johtuvia mahdollisia tahattomia vaikutuksia hallinnoidaan ja arvioidaan;
 - vi. A kohdan 1 alakohdan d alakohdassa vahvistetusta vaatimuksesta raportoida kansallisille toimivaltaisille viranomaisille;
 - vii. siitä, minkä tasoista avoimuutta sovelletaan suhteessa sijoittajiin likviditeetin hallinnan lisävälineitä aktivoitaessa sekä niiden käytön aikana.

Ohjeistuksessa olisi otettava huomioon tarvittava varautumissuunnitelma, jonka on A kohdan 1 alakohdan c alakohdan mukaisesti oltava olemassa etukäteen, jotta likviditeetin hallinnan lisävälineet voidaan aktivoida oikea-aikaisesti ja tehokkaasti.

A (2) Lisäsäännökset siitä, miten kansalliset toimivaltaiset viranomaiset keskeyttävät lunastuksia, joilla on rajat ylittäviä rahoitusvakaussvaikutuksia.

Komission ehdotusten asianomaisen unionin lainsäädännön muuttamiseksi olisi sisällettävä ainakin

- a) asianomaisten kansallisten toimivaltaisten viranomaisten eri roolien sekä niiden välisen yhteistyön täsmentäminen sellaisia tilanteita silmällä pitäen, joissa lunastukset keskeytetään rajat ylittävien rahoitusvakaussyiden vuoksi, ja vaihtoehtoinen sijoitusrahasto tai yhteissijoitusyritys on sijoittautunut tiettyyn jäsenvaltioon, kun taas vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitaja tai yhteissijoitusyrityksen rahastoyhtiö on sijoittautunut toiseen jäsenvaltioon, minkä vuoksi tilanteeseen liittyy rajat ylittäviä vaikutuksia;

- b) kansallisia toimivaltaisista viranomaisista sitova velvoite ilmoittaa muille asianomaisille kansallisille toimivaltaisille viranomaisille, ESMalle ja EJRK:lle, ennen kuin ne käyttävät toimivaltaansa keskeyttää lunastuksia rajat ylittävistä rahoitusvakaussuhteista.

A(3) Lisäsäännökset ESMAn roolista suhteessa kansallisiin toimivaltaisiin viranomaisiin niiden keskeyttäessä lunastuksia, joilla on rajat ylittäviä rahoitusvakaussuhteita

Komission ehdotusten asianomaisen unionin lainsäädännön muuttamiseksi olisi sisällettävä ESMAn velvoittaminen varmistamaan, että se täyttää yleiset välitys-, neuvonta- ja koordinoitavien suhteessa kansallisten toimivaltaisten viranomaisten toimivaltaan keskeyttää lunastuksia, joilla on rajat ylittäviä rahoitusvakaussuhteita.

Suositus B

Suosituksen B noudattamista arvioidaan seuraavien kriteerien perusteella.

Komission ehdotusten asianomaisen unionin lainsäädännön muuttamiseksi olisi sisällettävä

- a) toimivaltuuksien antaminen ESMalle laatia ja päivittää luettelo luonteeltaan vähemmän likvideistä varoista, perustuen analyysiin, jonka ESMA tekee kuultuaan makrovakaussuhteiden osalta Euroopan pankkivirnaomaista ja Euroopan vakuutus- ja lisäeläkevirnaomaista. Laatiessaan tämän luettelon ESMA olisi vähintään otettava huomioon kiinteä omaisuus, noteeraamattomat arvopaperit, lainat ja muut vaihtoehtoiset omaisuuserät, jotka vaikuttavat olevan luonteeltaan vähemmän likvidejä. Analyysissä olisi mm. otettava huomioon, kuinka paljon aikaa tällaisten omaisuuserien likvidointi vaatisi markkinoiden stressitilanteissa;
- b) sellaisia vaihtoehtojen sijoitusrahastojen hoitajia koskeva velvoite, joiden tavoitteena on tehdä merkittäviä sijoituksia B kohdan a alakohdassa tarkoitettua luonteeltaan vähemmän likvidien omaisuuserien luettelossa oleviin omaisuuseriin, osoittaa kansallisille toimivaltaisille viranomaisille, että niillä on valmius säilyttää sijoitusstrategiansa odotettavissa olevissa markkinaolosuhteissa. Arvioinnin olisi sisällettävä mm. räätälöidyt lunastuspolitiikat, likviditeetin hallinnan lisävälineiden käyttö ja/tai sisäiset rajat B kohdan a alakohdassa tarkoitettua luonteeltaan vähemmän likvidien omaisuuserien luettelossa oleville omaisuuserille. Jos tällaisia sisäisiä rajoja sovelletaan, ne olisi esitettävä kansallisille toimivaltaisille viranomaisille rahaston perustamisen yhteydessä sekä sen jälkeen aina kun rajoja muutetaan. Sijoittajille olisi myös annettava tietoja ohjeistuksen perusteella, jonka laatiminen on annettu ESMAn vastuulle;
- c) harkintavalta määrätä avointen vaihtoehtojen sijoitusrahastojen hoitajia koskevia siirtymäsäännöksiä, joiden tarkoituksena on mahdollisten tahattomien haitallisten vaikutusten välttäminen ja joissa täsmennetään missä määrääjässä lainsäädäntö on sovellettavissa tapauksissa noudatettava, kun B kohdan a alakohdassa tarkoitettuun luonteeltaan vähemmän likvidien omaisuuserien luetteloon lisätään uusia omaisuuseriä ja sisäisiä rajoja on rikottu.

Suositus C

Suosituksen C noudattamista arvioidaan seuraavien kriteerien perusteella.

Likviditeettistressitestausta koskevan ESMAn ohjeistuksen olisi sisällettävä ainakin

- a) likviditeettistressitestien skenaarioiden rakenne;
- b) likviditeettistressitestipolitiikat, myös likviditeettistressitestien tulosten sisäinen käyttö;
- c) sijoitusrahastojen taseiden vastaavaa- ja vastattavaa-puoleen liittyvät huomiot;
- d) aikataulut ja tiheys, joiden mukaisesti yksittäiset rahastot suorittavat stressitestejä.

Tällaisen ohjeistuksen olisi perustuttava direktiivissä 2011/61/EU vahvistettuihin stressitestausta vaatimuksiin sekä markkinaosapuolten stressitestauskäytäntöihin.

Suositus D

Suosituksen D noudattamista arvioidaan seuraavien kriteerien perusteella.

D(1) – Yhteissijoitusyrityksiä ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöitä koskevat raportointivaatimukset

Komission ehdotusten asianomaisen unionin lainsäädännön muuttamiseksi olisi sisällettävä raportointivaatimuksia, joiden olisi katettava sekä hoitajakohtaisia että rahastokohtaisia tietoja, ottaen huomioon myös yhteissijoitusyritysten erikoisuudet. Raportoitujen tietojen olisi mahdollistettava sellaisten mahdollisten haavoittuvuuksien riittävä seuranta, jotka saattavat myötävaikuttaa järjestelmäriskien, ja niiden olisi katettava ainakin

- a) hoidossa olevien varojen arvo kaikkien rahastoyhtiön hoidossa olevien yhteissijoitusyritysten osalta;
- b) kaupankäynnin kohteena olevat instrumentit ja yksittäiset vastuut;

- c) sijoitusstrategia;
- d) kokonaisriski/vivutus;
- e) stressitestausta;
- f) tehokkaat salkunhoitomenetelmät;
- g) vastapuoliriski/vakuudet;
- h) likviditeettiriski;
- i) luottoriski; ja
- j) kaupankäyntimäärät

Komission olisi tarvittaessa ehdotettava harmonisointia, joka kattaisi kaikki sijoitusrahastojen ja niiden hoitajien raportointivelvoitteet; erityisesti olisi syytä yhdenmukaistaa yhteissijoitusyrityksiä koskevat raportointisuositukset ja direktiivin 2011/61/EU mukaiset jo implementoidut raportointivelvoitteet. Tässä yhteydessä komission tulisi ottaa huomioon myös Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) 2017/1131⁽¹⁾ mukaiset raportointivelvoitteet. Tällaisessa harmonisoinnissa olisi mahdollistettava nykyisten raportointialustojen käyttö, synergioiden hyödyntäminen ja varainhoitoyritysten kohtuuttomien rasitteiden välttäminen.

Lisäksi komission ehdotuksiin unionin lainsäädännön muuttamiseksi olisi sisällettävä säännös, jossa vahvistetaan, että jos yhteissijoitusyrityksen hoitajan kansallinen toimivaltainen viranomainen on eri kuin yhteissijoitusyrityksen kansallinen toimivaltainen viranomainen, yhteissijoitusyrityksen hoitajan on pyynnöstä annettava raportoidut tiedot myös yhteissijoitusyrityksen kansalliselle toimivaltaiselle viranomaiselle.

D(2) – Yhteissijoitusyritysten ja niiden rahastoyhtiöiden raportointivelvoitteiden tiheys ja kattavuus.

Komission ehdotuksiin unionin lainsäädännön muutoksiin olisi sisällytettävä ainakin seuraavat vaatimukset:

- a) Suosituksessa D olevassa 1 kohdassa mainitut tiedot raportoidaan vähintään neljännesvuosittain, jotta rahoitusvakausriskejä voidaan seurata tehokkaasti, ottaen kuitenkin samalla huomioon suhteellisuusnäkökohdat raportointiin velvoitettujen yhteisöjen osalta;
- b) raportoinnin laajuudesta päätettäessä olisi otettava huomioon yksittäisen rahastoyhtiön hoidossa olevat kokonaisvarat sekä yksittäisten yhteissijoitusyritysten hoidossa olevat varat; näin varmistetaan, että tarpeeksi suuri osa toimialasta tulee katetuksi raportoinnissa, jotta pystytään puuttamaan rahoitusvakausriskeihin.

D(3) Yhdenmukaistettu raportointi ja tiedonvaihto

Komission ehdotuksiin unionin lainsäädännön muuttamiseksi olisi sisällytettävä velvollisuus antaa suosituksessa D olevassa 1 kohdassa tarkoitetut tiedot muiden asianomaisten jäsenvaltioiden kansallisten toimivaltaisten viranomaisten, ESMAn ja EJRK:n saataville, jotta varmistetaan yhteissijoitusyrityksiä koskevien tietojen raportoinnin harmonisointi direktiivin 2011/61/EU mukaisten tiedonvaihtokäytäntöjen kanssa. Tässä yhteydessä komission tulisi myös ottaa huomioon asetuksen (EU) 2017/1131 mukaiset raportointivaatimukset.

Suositus E

Suosituksen E noudattamista arvioidaan seuraavien kriteerien perusteella.

E(1) – Vivutukseen liittyvän järjestelmäriskin arviointi

ESMAN ohjeistuksen olisi sisällettävä

- a) yhteiset vähimmäisindikaattorit, jotka kansallisten toimivaltaisten viranomaisten olisi otettava arvioinneissaan huomioon;
- b) ohjeet siitä, miten E kohdan 1 alakohdan a alakohdassa tarkoitetut indikaattorit lasketaan direktiivin 2011/6/EU 24 artiklan mukaisesti raportoitujen tietojen perusteella; ja
- c) kvalitatiivinen ja mahdollisuuksien mukaan myös kvantitatiivinen kuvaus arviointikehyksen indikaattoreiden tulkinnasta.

⁽¹⁾ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukset (EU) 2017/1131, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, rahamarkkinarahastoista (EUVL L 169, 30.6.2017, s. 8).

E kohdan 1 alakohdan a alakohdassa tarkoitettujen yhteisten indikaattoreiden olisi

- 1) helpotettava vivutuksen tason, lähteen ja erilaisten käyttötapojen arviointia;
- 2) helpotettava niiden pääkanavien arviointia, joiden kautta järjestelmäriski saattaa toteutua, esim. pakkomyynti, suorat heijastusvaikutukset rahoituslaitoksiin ja luotonvälityksen keskeytyminen; sekä
- 3) oltava käyttökelpoisia ja riittäviä, jotta kansalliset toimivaltaiset viranomaiset voivat ilmoittaa ESMAlle – direktiivin 2011/61/EU 25 artiklan 6 kohdan mukaisesti ESMAn lausuntoihin ja delegoidun asetuksen (EU) N:o 231/2013⁽¹⁾ 112 artiklassa vahvistettuihin periaatteisiin liittyen –, täytyvätkö edellytykset vivutusrajojen tai muiden rajoitusten asettamiselle.

E(2) Makrovakaussyistä asetettavat vivutusrajat

ESMAN ohjeistuksen olisi sisällettävä

- a) erityyppisten vivutusrajojen kuvaukset, mukaan lukien niiden tehokkuus liiallisen vivutuksen estämisessä;
- b) periaatteet, jotka kansallisten toimivaltaisten viranomaisten olisi otettava huomioon vivutusrajojen kalibroinnissa. Tällaisten periaatteiden olisi sisällettävä ainakin kaikki seuraavat seikat: i) toteamus, jonka mukaan vivutusrajojen on perustuttava direktiivissä 2011/61/EU vahvistettuihin vivutustoimenpiteisiin, ja ii) vivutusrajojen säännöllistä uudelleenarviointia koskevat periaatteet;
- c) periaatteet, jotka kansallisten toimivaltaisten viranomaisten on otettava huomioon harkitessaan vivutusrajojen asettamista, näiden periaatteiden olisi sisällettävä ainakin kaikki seuraavat seikat: i) periaatteet tasapainon saavuttamiseksi sääntöihin perustuvan ja harkintavaltaan perustuvan rajojen asettamisen välillä, ii) periaatteet vuorovaikutuksesta muiden toimenpiteiden kanssa, ja iii) periaatteet koordinoinnista unionin viranomaisten välillä.

E(3) – Ilmoitusmenettely

ESMAN ohjeistuksessa olisi annettava kansallisille toimivaltaisille viranomaisille mahdollisuus tehdä ilmoituksia ESMalle, EJRK:lle ja muille asianomaisille kansallisille toimivaltaisille viranomaisille. Tähän ohjeistukseen olisi sisällyttävä ainakin tehokas toimintamenettely ja ilmoituskirjeasiakirjamallit sekä raportointivaatimukset koskien kansallisten viranomaisten arviointia siitä, onko tarpeen soveltaa makrovakaustoimenpiteitä direktiivin 2011/61/EU 25 artiklan 3 kohdan nojalla.

E(4) Vertailuanalyysi

ESMAN olisi vuosittain annettava makrovakaustaviranomaisille ja EJRK:lle

- a) tekemiensä vertailuanalyysien mahdolliset tulokset;
- b) kansallisilta viranomaisilta direktiivin 2011/61/EU 25 artiklan 3 kohdan mukaisesti saatua informaatiota perustuvat mahdolliset tiedot käytännöistä liittyen vivutusrajojen asettamiseen ja vaihtoehtoisten sijoitusrahaston hoidolle asetettaviin muihin rajoituksiin.

⁽¹⁾ Komission delegoitu asetukset (EU) N:o 231/2013, annettu 19 päivänä joulukuuta 2012, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2011/61/EU täydentämisestä poikkeuksien, yleisten toimintaedellytysten, säilytysyhteisöjen, vivutuksen, avoimuuden ja valvonnan osalta (EUVL L 83, 22.3.2013, s. 1).

LIITE II

TALOUDELLISET PERUSTELUT JA ARVIOINTI

SISÄLLYSLUETTELO

	Sivu
Luettelo käytetyistä lyhenteistä	12
I. Johdanto	13
II. EJRK:n suositus Sijoituslikviditeetti- ja vipurahoitusriskeistä sijoitusrahastoissa	17
II.1 Suositus A – Likviditeetin hallinnan välineet lunastuksia varten	17
II.1.1 Taloudelliset perusteet ja tavoitellut vaikutukset	17
Suositus A(1) – likviditeetin hallintaan käytettävien lisävälineiden saatavuus	17
Suosituksen A(2) ja A(3) – Lisäsäännökset kansallisista toimivaltaisista viranomaisista ja ESMAn roolista kansallisten toimivaltaisten viranomaisten määräämissä lunastusten keskeytyksissä, joilla on rajat ylittäviä rahoitusvakausvaikutuksia	21
II.1.2 Tahattomat vaikutukset	22
II.2 Suositus B – Lisäsäännökset, joilla vähennetään liiallisen likviditeettiepätasapainon todennäköisyyttä	22
II.2.1 Taloudelliset perusteet ja tavoitellut vaikutukset	22
II.2.2 Tahattomat vaikutukset	30
II.3 Suositus C – Stressitestausta	31
II.3.1 Taloudelliset perusteet ja tavoitellut vaikutukset	31
II.3.2 Tahattomat vaikutukset	34
II.4 Suositus D – Yhteissijoitusten raportointi	35
II.4.1 Taloudelliset perusteet ja tavoitellut vaikutukset	35
Suositus D(1) – Yhteissijoitusyritysten ja niiden rahastoyhtiöiden raportointivelvollisuudet	35
Suositus D(2) – Yhteissijoitusyritysten ja niiden rahastoyhtiöiden raportointivelvoitteiden tiheys ja kattavuus	38
Suositus D(3) – Yhdenmukaistettu raportointi ja tiedonvaihto	39
II.4.2 Tahattomat vaikutukset	39
II.5 Suositus E – Direktiivin 2011/61/EU 25 artiklaa koskeva ohjeistus	40
II.5.1 Taloudelliset perusteet ja tavoitellut vaikutukset	40
Suositus E(1) – Vivutukseen liittyvän järjestelmäriskin arviointi	40
Suositus E(2) – Makrovakaussyistä asetettavat vivutusrajat	45
Suositus E(3) – Ilmoitusmenettely	48
Suositus E(4) – Vertailuanalyysi	48
II.5.2 Tahattomat vaikutukset	48
Lähteet	49
Liite	52

Luettelo käytetyistä lyhenteistä

a-LMT	likviditeetin hallinnan lisävälineet
AIF	vaihtoehtoinen sijoitusrahasto
AIFM	vaihtoehtoisen sijoitusrahaston hoitaja
AuM	hoidettavina olevat varat
CESR	Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea
CIS	yhteissijoitusväline
CLMT	vastasyklinen likviditeetin hallintaväline
CRE	liikekiinteistö
CSD	arvopaperikeskus
EPV	Euroopan pankkiviranomainen
EKP	Euroopan keskuspankki
ETA	Euroopan talousalue
ELTIF	eurooppalainen pitkäaikaissijoitusrahasto
EKPJ	Euroopan keskuspankkijärjestelmä
ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen
EJRK	Euroopan järjestelmäriskikomitea
EU	Euroopan unioni
EUR	euro
FSB	Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmä
FVP	käypään arvoon perustuva hinnoittelu
IOSCO	kansainvälinen arvopaperimarkkinavalvojien yhteisö
ITS	tekniset täytäntöönpanostandardit
MMF	rahamarkkinarahasto
NAV	nettovarallisuusarvo
NCA	kansallinen toimivaltainen viranomainen
OTC	pörssin ulkopuolinen kaupankäynti
RTS	tekniset sääntelystandardit
SEC	Yhdysvaltojen arvopaperi- ja pörssikomitea
UCITS	siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittava yritys (yhteissijoitusyritys)
VaR	value at risk

Tämä liite sisältää EJRK:n suosituksia koskevaa tausta-aineistoa, jonka tarkoituksena on tukea suositusten täytäntöönpanoa EU:ssa. Erityisesti kutakin suositusta käsitellään yksityiskohtaisesti ja esitetään niiden taloudelliset perusteet ja niihin liittyvä arviointi sekä niiden mahdolliset tarkoitukselliset ja tahattomat vaikutukset ja mahdolliset markkinavaikutukset. Analyysissä on hyödynnetty tutkimuksia ja toimintalinja-asiakirjoja, kansallisia säännöksiä sekä ESMAn, EJRK:n ja IOSCon kyselytutkimusten tuloksia (esimerkiksi tutkimuksista, jotka koskevat likviditeetin hallintavälineiden saatavuutta ja käyttöä, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/65/EY⁽¹⁾ sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2011/61/EU⁽²⁾ mukaista rahastovivutusta sekä rahaston hoitajien stressitestauskäytäntöjä).

I Johdanto

Rakenteelliset näkökohdat

Unionin sijoitusrahastosektori on kasvanut merkittävästi viime vuosina. Vuoden 2008 jälkeen EU:n sijoitusrahastojen kokonaisnettovarallisuus on yli kaksinkertaistunut 6,2 biljoonasta eurosta vuoden 2017 kolmannen neljänneksen 15,3 biljoonaan euroon⁽³⁾. On myös huomattava, että samalla ajanjaksolla eurooppalaisten AIF-rahastojen koko on yli kolminkertaistunut 1,6 biljoonasta eurosta 5,8 biljoonaan euroon⁽⁴⁾. Kun sijoitusrahastosektori muodostaa yhä suuremman osan kokonaisrahoitusmarkkinoista, järjestelmäriskin hallinnasta kyseisellä sektorilla tulee yhä tärkeämpää.

Sijoitusrahastot reagoivat markkinastressiin huomattavan monella eri tavalla. Sijoitusrahastot ovat vain yksi useista rahoitusmarkkinoiden päätyypeistä – muita ovat esimerkiksi pankit, vakuutusyhtiöt, eläkerahastot, vähittäissijoittajat, sukujen omaisuudenhoitoyhteisöt, valtio-omisteiset rahastot ja erilaiset välittäjätahot. Kullakin tyypillä on omat toiminnalliset erityispiirteensä. Yksi sijoitusrahastojen tyypillinen ominaispiirre on, että ne keräävät varoja useilta vähittäissijoittajilta ja ohjaavat nämä sijoitukset markkinoille yhteissijoitusjärjestelyn kautta. Tämä ominaisuus yhdistettynä siihen, että useimmat sijoitusrahastot ovat avoimia (ts. vähittäissijoittajat voivat vetää rahastosijoituksensa pois ennen kohde-etuuksien erääntymisajan päättymistä), tarkoittaa, että markkinoiden stressitilanteessa sijoitusrahastot toimivat huomattavan monella eri tavalla. Yksi merkittävä mahdollisuus on se, että sijoitusrahasto tai sijoitusrahaston yksittäinen osa voi reagoida markkinastressiin ja siitä seuraavaan sijoittajien lunastuskäyttäytymiseen myymällä merkittäviä määriä varoja taantuville markkinoille, mikä voimistaa markkinoiden kriisiä ja lisää talouden epävakautta.

Sijoitusrahastoilla on tapana pitäytyä sijoitusstrategiaassaan epäsuotuisassa markkinatilanteessa. Joitakin AIF-rahastoja lukuun ottamatta sijoitusrahastot käyttävät vivutusta vain vähäisessä määrin⁽⁵⁾. Näissä tapauksissa sijoitusrahastot, joissa ei ole lunastuksista aiheutuvaa painetta, pyrkivät usein säilyttämään varallisuutensa ja ne saattavat jopa hyödyntää mahdollisuutta ostaa varoja hintojen laskiessa, mistä aiheutuu vastasyklisiä vaikutusta.

Riskien lähteet

Pääsyy siihen, että rahastot saattavat toimia poikkeavasti ja myydä taantuville markkinoille epäsuotuisan markkinatilanteen aikana, on odottamattoman korkea lunastusten kysynnän taso. Vaikka historiallisesti tarkasteltuna tämä ei olekaan ollut säännönmukainen toimintamalli, muutamissa tapauksissa lunastusten kysyntä on ollut korkealla tasolla markkinastressin aikana. Sijoitusrahaston aikaisempi toimintatapa ei välttämättä myöskään ennusta sen toimintaa tulevaisuudessa. Tästä syystä ei ole varmuutta siitä, että lunastusten kysynnän korkean tason tapaukset olisivat jatkossa harvinaisia tai yksittäisiä tilanteita. Yksi syy lunastusten suureen kysyntään markkinastressin aikana voi olla se, etteivät sijoitusrahastot toimi välineinä pelkästään pitkäaikaisille vivuttamattomille pääomasijoituksille. Toisinaan rahastoja käyttävät lyhyemmän perspektiivin omaavat sijoittajat, ja näiden sijoittajien osuus voi vaihdella huomattavasti riippuen muista markkinoihin vaikuttavista tekijöistä. Tästä syystä sektorille syntyvä järjestelmäriski on huomattavasti suurempi, kuin se olisi silloin, jos lunastusten korkea taso olisi harvinaista tai liittyisi vain yksittäistapauksiin. Sektorin kasvusta tulee puolestaan yhä tärkeämpi kokonaisjärjestelmäriskin ominaisuus.

⁽¹⁾ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009, siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta (EUVL L 302, 17.11.2009, s. 32).

⁽²⁾ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU, annettu 8 päivänä kesäkuuta 2011, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta (EUVL L 174, 1.7.2011, s. 1).

⁽³⁾ "Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017", Euroopan sijoitusrahastojen ja -yhtiöiden yhdistys (European Fund and Asset Management Association), joulukuu 2017.

⁽⁴⁾ On huomattava, että vuodesta 2014 alkaen AIF-rahastot on luokiteltu direktiivissä 2011/61/EU säädetyn määritelmän mukaisesti. Sen jälkeen nettovarallisuus on kasvanut yli 25 prosenttia.

⁽⁵⁾ Euroopan järjestelmäriskikomitea, "EU Shadow Banking Monitor", No 2, toukokuu 2017.

Toinen pääasiallinen järjestelmäriskin lähde on se, että järjestelmä kannustaa likviditeetin myymiseen tuottoa vastaan tai vivutuksen kasvattamiseen sijoittajia houkuttelevien tuottojen saavuttamiseksi. Mitä enemmän rahasto käyttää vivutusta, sitä todennäköisempää on sen alhainen häiriönsietokyky markkinoiden stressitilanteissa. Lisäksi mitä enemmän sijoitusrahasto myy likviditeettiä tuottoa vastaan, sitä heikommät valmiudet sillä saattaa olla käsitellä asianmukaisesti lunastuskysynnän huippuja. Tämä toiminta saattaa kiihtyä, jos tasapaino on epäselvä potentiaalisille sijoittajille, koska sijoitetut varat vaikuttavat joko likvideiltä, vaikka likviditeetti ei siedä häiriötä, tai vivutus on liitetty johdannaisopimuksiin, eikä sen laajuus ole läpinäkyvää.

Kolmas järjestelmäriskin lähde on tapa, jolla lunastusmekanismi toimii. Avoimet sijoitusrahastot voivat johtaa varhaisen rahastolunastajan etuun, jossa sijoittajat eivät joudu maksamaan varhaisen lunastuksen kokonaiskustannuksia, vaan ne siirtyvät osittain rahastoon jääville osuuksien haltijoille. Tähän liittyy myös rahastonhoitajien maineongelmia, joiden vuoksi he voivat olla haluttomia keskeyttämään lunastukset, vaikka se olisi sijoittajien etujen mukaista. Heidän täytyy pyrkiä pitämään tasapainossa toisaalta likviditeetin tarjoaminen lunastuksia pyytäneille sijoittajille, niin kauan kuin rahastossa on likviditeettiä, ja toisaalta määrittämään keskeytykseen oikeuttavien olosuhteiden poikkeuksellisuus.

Neljäs järjestelmäriskin lähde on se, että lunastusmekanismin toiminta riippuu markkinoiden likviditeetistä. Useissa sijoitusrahastojen sijoitusten kohteena olevissa välineissä likviditeetti on perinteisesti riippunut markkinatakaajista sekä vaihdellut ajankohdan ja välineen mukaan. Viimeaikainen kehitys, kuten volatiliiteetin väheneminen, sähköisen kaupankäynnin käytön kasvu, likviditeetin lähteiden hajanaisuus ja perinteisten markkinatakaajien, kuten pankkien ja kaupan välittäjien, pienemmät varallisuusosuudet, sekä suhdannetekijät, kuten rahapolitiikka, viittaa siihen, että likviditeetin tarjonnan rakenne voi muuttua ajan myötä (vaikka käynnissä oleva tutkimus ei ole vielä löytänyt yksimielistä näyttöä likviditeetin vähenemisestä). Nämä muutokset voivat vaikuttaa siihen, kuinka vakaata likviditeetin tarjonta on, kun markkinat joutuvat häiriötilanteeseen. Näiden muutosten vaikutusta likviditeetin rakenteeseen on vaikea ennustaa, ja tämän seurauksena sijoitusrahastot saattavatkin luottaa likviditeettitasoihin, joiden häiriönsietokyky on odotettua heikompi.

Sijoitusrahastojen vivutus, likviditeetti ja lunastusominaisuudet liittyvät merkittävästi toisiinsa. Vivutetut sijoitusrahastot, joihin kohdistuu korkeampia vakuuksien muutospyyntöjä, rahoituksen lakkauttamisia tai aliarvostuksen lisääntymistä, voivat tehdä nopeita muutoksia, jos niillä on nopeasti likvidoitavia varoja. Jos voimakasta velkavipua käytävällä rahastolla on puolestaan vähemmän likvidejä varoja ja siltä edellytetään mahdollisia lyhytaikaisia lunastuksia tai muutoksia lainaehtoihin, se saattaa joutua myymään varojaan nopeasti likviditeetiltään heikoille markkinoille (ts. myymään huonompaan hintaan) täyttääkseen velvoitteensa. Vaikka vakuuksien muutospyyntötapauksissa sijoitusrahastot voivat pystyä keskeyttämään lunastukset sijoittajien etujen mukaisesti, rahaston täytyy kerätä rahavaroja nopeasti hätärahoituksella ja/tai varojen myynnillä välttääkseen selvitystilan, mistä voi aiheutua merkittävää vastapuoliriskiä ja mikä voi vaikuttaa varallisuuden hintoihin huomattavasti.

Keskuspankit, markkinat ja arvopaperimarkkinavalvojat ovat olleet huolissaan sijoitusrahastojen mahdollisesta järjestelmäriskistä voimistavasta vaikutuksesta ⁽¹⁾. Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmä (FSB) on osoittanut, että maailmanlaajuisella tasolla sijoitusrahastojen likviditeettipäätasapaino ja velkavivun käyttö voivat aiheuttaa merkittäviä rakenteellisia haavoittuvuuksia rahastonhoitosektorilla. Tämän seurauksena FSB on korostanut, kuinka tärkeää on tutkia ja korjata sijoitusrahastojen likviditeettipäätasapainoon ja velkavivun käyttöön liittyviä mahdollisia rakenteellisia haavoittuvuuksia, joista voi aiheutua riskejä rahoitusvakaudelle. FSB esimerkiksi suosittelee, että viranomaiset valvovat rahastojen velkavivun käyttöä ja puuttuvat siihen tarpeen mukaan ⁽²⁾.

⁽¹⁾ Ks. the Bank of England: "Financial Stability Report – December 2015"; ESMA: "Report on Trends, Risks and Vulnerabilities" No 2, 2015; EKP: "Financial Stability Review", toukokuu 2016; the Financial Stability Oversight Council: "Update on Review of Asset Management Products and Activities", huhtikuu 2016; Vítor Constâncio puhe: "Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union", huhtikuu 2016; Steven Maijorin puhe: "Measuring and assessing stability risks in financial markets", toukokuu 2015 ja Mary Jo Whiten puhe: "Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry", joulukuun 2014.

⁽²⁾ "Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities", Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmä, tammikuu 2017.

Nykyinen sijoitusrahastojen likviditeettiä ja vivutusta koskeva sääntelykehys

Euroopassa sijoitusrahastojen likviditeettiä ja vivutuksen käyttöä koskeva sääntelykehys koostuu direktiiveistä 2009/65/EY ja 2011/61/EU. Se muodostaa perustan eurooppalaisten sijoitusrahastojen likviditeetin ja vivutetun position hallinnalle ja toimii lähtökohtana sijoitusrahastojen likviditeettipäätasapainosta ja vivutuksen käytöstä aiheutuvan järjestelmäriskin arvioimiselle.

Yhteissijoitusyritykset ovat tiukasti säänneltyjä sijoitusrahastoja. Yhteissijoitusyritykset ovat sijoitusrahastoja, jotka sijoittavat vakuuskelpoisiin omaisuuseriin, kuten käteisvaroihin ja käteisen kaltaisiin talletuksiin, joukkovelkakirjoihin, osakkeisiin, rahamarkkinavälineisiin ja muihin sijoitusrahastoihin (ks. laatikko 1a). Teoreettisesti katsoen yhteissijoitusyritykset ovat vähemmän alttiita likviditeettipäätasapainolle, sillä sekä niiden varoilla että niiden vastuilla on tarkoitus käydä kauppaa lyhyellä aikavälillä. Ne voivat sijoittaa ainoastaan siirtokelpoisiin arvopapereihin tai muihin likvideihin rahoitusvaroihin, joiden kelpoisuussäännöt on määritelty niitä koskevassa direktiivissä ⁽¹⁾. Yhteissijoitusyrityksillä on velvollisuus (edellyttäen, että sijoitusrahaston kaupankäynti voidaan keskeyttää) lunastaa sijoittajan osuus osuudenhaltijan vaatimuksesta: tämä tarkoittaa, että yhteissijoitusyrityksen tulee sallia lunastukset vähintään kaksi kertaa kuukaudessa, vaikka useat yhteissijoitusyritykset sallivat lunastuksia päivittäin tai viikoittain. Velkavivutuksen osalta yhteissijoitusyritysten on toimittava säännösten mukaisten vivutusrajojen puitteissa. Yhteissijoitusyritykset voivat käyttää rahoitusvivutusta ainoastaan lainaamalla vakuudettomia käteisvaroja korkeintaan varallisuutensa 10:tä prosenttia vastaan edellyttäen, että lainaaminen on tilapäistä (ks. laatikko 1b). Tämän seurauksena yhteissijoitusyritysten, jotka käyttävät sekä käteislainoja että arvopapereilla toteutettavia rahoitustoimia tai johdannaisia, enimmäisvivutuksen määrä on 2,1 kertaa niiden nettoarallisuusarvon suuruinen.

AIF-rahastot ovat sijoitusrahastoja, joilla on lupa sijoittaa samankaltaisiin varoihin kuin yhteissijoitusyritykset, mutta niiden hajautusta, likviditeettiä tai velkavivun käyttöä ei rajoiteta samassa määrin. AIF-rahastot voivat sijoittaa myös rahoitusvälineisiin, jotka eivät ole yhteissijoitusyrityksille sallittuja kohteita, kuten yksityisiin pääomasijoituksiin, riskipääomaan, kiinteistöihin, fyysisiin hyödykkeisiin ja muihin vaihtoehtoisin varoihin. Hoitajien on kuitenkin käytettävä likviditeetin hallinnan menettelyjä, jos ne hoitavat avoimia tai suljettuja velkavivua käyttäviä AIF-rahastoja. Menettelyihin sisältyvät sijoitusrahaston sijoitusstrategian, likviditeettiprofiilin ja lunastuskäytäntöjen yhteensovittaminen sekä asianmukaisten likviditeetin hallinnan rajojen ja stressitestien määrittäminen (ks. laatikko 1a). Tiettyjen kynnysarvojen ⁽²⁾ alapuolella toimivia AIF-rahastoja eivät kuitenkaan välttämättä koske samat vaatimukset, missä tapauksessa ne eivät voi hyödyntää direktiivin 2011/61/EU mukaista passia, joka oikeuttaa markkinointiin unionin muilla oikeudenkäyttöalueilla. Velkavivutuksen osalta AIF-rahastoilla ei ole säännöksiin perustuvia rajoituksia. AIF-rahastojen on ainoastaan raportoitava velkavivun käytöstään (ks. laatikko 1b).

Laatikko 1a: Nykyinen sijoitusrahastojen likviditeettiä koskeva sääntelykehys

Direktiivi 2009/65/EY – yhteissijoitusyritykset

Kaupankäyntitiheys. Yhteissijoitusyritysten on tarjottava mahdollisuus osuuksien takaisinostamiseen tai lunastukseen rahaston sijoittajien vaatimuksesta. Tämä tarkoittaa sitä, että yhteissijoitusyritysten on sallittava lunastustoimeksiantojen tekeminen vähintään kaksi kertaa kuukaudessa ⁽³⁾, joskin useat yhteissijoitusyritykset tarjoavat mahdollisuuden lunastuksiin päivittäin tai viikoittain ⁽⁴⁾.

Kaupankäyntimenettelyt. Direktiivissä 2009/65/EY ei määritellä kaupankäyntimenettelyjä, joita yhteissijoitusyritysten tulisi noudattaa. Käytännössä hakemusten vastaanottamisen määräaika asetetaan ennen arvostusajankohtaa – joka voi olla tunteja tai päiviä myöhemmin. Lisäksi yhteissijoitusyritykset maksavat lunastusrahat rahaston dokumentaatioissa määriteltyjen lunastusmenettelyjen mukaisesti. Niissä maksuajankohta voidaan määritellä 3–5 päiväksi arvostusajankohdan jälkeen ⁽⁵⁾. Näiden kaupankäyntimenettelyjen mukaisesti hakemusten vastaanottamista ja lunastusrahojen maksuaika koskevan määräajan väliin jää ajanjakso. Tämä antaa yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöille tarvittaessa aikaa myydä sijoituksia ja muodostaa käteisvaroja lunastusrahojen maksua varten.

⁽¹⁾ Komission direktiivi 2007/16/EY, annettu 19 päivänä maaliskuuta 2007, arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta annetun neuvoston direktiivin 85/611/ETY täytäntöönpanosta tietyjen määritelmien selventämiseksi (EUVL L 79, 20.3.2007, s. 11).

⁽²⁾ AIF-rahastojen hoitajat, joiden hoidettavien AIF-rahastojen kokonaisvarallisuus on alle 100 miljoonaa euroa tai joiden hoidettavien AIF-rahastojen kokonaisvarallisuus on alle 500 miljoonaa euroa, mikäli ne eivät käytä vivutusta, eikä lunastusoikeutta ole ensimmäisten viiden vuoden aikana ensimmäisestä sijoituksesta kuhunkin AIF-rahastoon.

⁽³⁾ Kansalliset toimivaltaiset viranomaiset voivat antaa yhteissijoitusyrityksille luvan vähentää tiheyttä yhteen kuukaudessa ”sillä ehdolla, ettei tällainen poikkeus vaaranna osuudenhaltijoiden etua”. Kaikki jäsenvaltiot eivät kuitenkaan ole saattaneet tätä mahdollisuutta osaksi kansallista lainsäädäntöään.

⁽⁴⁾ Ks. esim. direktiivin 2009/65/EY 76 artikla.

⁽⁵⁾ Kiinteän nettoarvon rahamarkkinarahastot voivat tarjota mahdollisuuden maksuun samana päivänä.

Sallitut omaisuuserät. Yhteissijoitusyrityksiin sovelletaan yksityiskohtaisia sallittuja omaisuuseriä koskevia sääntöjä, joiden mukaan niiden tulee sijoittaa pääasiallisesti likvideihin omaisuuseriin. Likvidejä omaisuuseriä ovat listatut likvidit siirtokelpoiset arvopaperit ja rahamarkkinavälineet, listatut johdannaiset ja pankkitalletukset, jotka maksetaan takaisin pyynnöstä tai joihin sisältyy nosto-oikeudet ja joiden maturiteetti on korkeintaan 12 kuukautta ⁽¹⁾. Likviditeetin varmistamiseksi on myös säädetty kriteerit markkinoille, joilla sallittujen omaisuuserien täytyy olla listattu tai myyty ⁽²⁾.

Ennen sijoittamista tehtävä taustaselvitys. Ennen kuin yhteissijoitusyrityksen rahastoyhtiö tekee sijoituksen, sen täytyy analysoida muun muassa sijoituksen vaikutus yhteissijoitusyrityksen rahastosalkun koostumukseen, likviditeettiin sekä riski-hyötyprofiiliin ⁽³⁾.

Riskienhallinta. Osana riskienhallintaprosessejaan yhteissijoitusyrityksen rahastoyhtiön tulee noudattaa asianmukaista likviditeetin riskienhallintamenettelyä varmistaakseen, että jokainen sen hallinnoima yhteissijoitusyritys kykenee kaikissa ennustettavissa olosuhteissa, myös markkinoiden häiriötilanteissa, täyttämään osuuksien lunastamisen velvollisuutensa, mikäli osuudenhaltija tätä vaatii. Tarvittaessa yhteissijoitusyrityksen rahastoyhtiön tulee suorittaa stressitestejä, joilla arvioidaan yhteissijoitusyrityksen likviditeettiriskiä poikkeusolosuhteissa ⁽⁴⁾.

Merkintä- ja lunastustoimeksiantojen nettoutus. Mikäli yhteissijoitusyritys saa sekä merkintä- että lunastustoimeksiantoja samalle kaupankäyntipäivälle, se sovittaa yhteen osuuksia koskevat tapahtumat ja käyttää merkinnöistä saatavat varat lunastustoimeksiantojen maksamiseen joko osittain tai kokonaisuudessaan. Tämä vähentää tarvetta tai poistaa tarpeen myydä kohteena olevia sijoituksia, joista saatavilla käteisvaroilla maksettaisiin lunastaville sijoittajille.

Direktiivi 2011/61/EU – vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskeva direktiivi

Kaupankäyntimenettelyt. Kuten yhteissijoitusyritysten tapauksessakin, direktiivissä 2011/61/EU ei määritellä AIF-rahastojen kaupankäyntimenettelyjä. AIF-rahaston hoitaja laatii kaupankäyntimenettelyt, jotka soveltuvat sen hoidettavana oleviin AIF-rahastoihin ja jotka varmistavat riittävän ajan sijoitusten myymiseen, jotta voidaan tuottaa riittävästi käteisvaroja lunastusten maksamiseen.

Riskienhallinta. Direktiivin 2011/61/EU 15 artikla sisältää säännöksiä, jotka ovat samankaltaisia kuin edellä kuvatussa direktiivin 2009/65/EY sijoitusta edeltävää taustaselvitystä koskevat säännökset. Kyseisessä artikkelissa edellytetään, että osana AIF-rahaston hoitajan riskienhallintaa kuhunkin AIF-rahaston sijoituspositioon liittyvät riskit ja niiden kokonaisvaikutus AIF-rahaston salkkuun tunnustetaan ja mitataan, ja niitä hallitaan ja valvotaan asianmukaisesti ja jatkuvasti myös asianmukaisilla stressitestimenetelmillä. Lisäksi direktiivissä 2011/61/EU edellytetään, että AIF-rahaston hoitaja varmistaa hoitamansa AIF-rahaston sijoitusstrategian, likviditeettiprofiilin ja lunastuspolitiikan johdonmukaisuuden ⁽⁵⁾. AIF-rahaston hoitajilla on oltava käytössään asianmukaiset likviditeetin hallinnan järjestelmät, jotta AIF-rahaston likviditeettiriskiä voidaan valvoa ja jotta voidaan varmistaa, että AIF-rahaston sijoitusten likviditeettiprofiili vastaa sen velvoitteita. Lisäksi AIF-rahaston hoitajien tulee suorittaa stressitestejä säännöllisesti sekä tavanomaisissa että poikkeuksellisissa olosuhteissa arvioidakseen ja valvoakseen AIF-rahastojen likviditeettiriskiä ⁽⁶⁾. Näitä velvoitteita täydentävät yksityiskohdalliset likviditeetin hallintaa koskevat tason 2 säännöt ⁽⁷⁾.

Merkintä- ja lunastustoimeksiantojen nettoutus. Samalla tavoin kuin yhteissijoitusyritykset myös AIF-rahastot voivat nettouttaa merkintä- ja lunastustoimeksiantoja, kun kyse on avoimesta AIF-rahastosta.

⁽¹⁾ Joko yhteissijoitusyrityksiksi tai AIF-rahastoiksi perustettuja rahamarkkinarahastoja koskevat tätä laajemmat yksityiskohtaiset sallittuja omaisuuseriä koskevat säännöt (esim. salkkusäännöt, jotka koskevat päivittäin ja viikoittain erääntyviä omaisuuseriä). Ks. asetus (EU) 2017/1131.

⁽²⁾ Kaupankäynnin kohteeksi ottaminen ei kuitenkaan takaa likvidiyyttä. Tästä huolimatta yhteissijoitusyritys saattaa luottaa kaupankäynnin kohteeksi ottamiseen, ellei se ole tai ellei sen tulisi olla tietoinen olosuhteista, joiden perusteella kyseinen omaisuuserä ei ole likvidi. Tässä tapauksessa yhteissijoitusyrityksen tulisi arvioida arvopaperin likviditeetti, jotta se voisi päättää, heikentyisikö salkun likviditeetti arvopaperin lisäämisestä siihen.

⁽³⁾ 15 Ks. esim. 23 artiklan 4 kohta komission direktiivistä 2010/43/EU, annettu 1 päivänä heinäkuuta 2010, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/65/EY täytäntöönpanosta organisaatiovaatimusten, eturistiriitojen, liiketoiminnan harjoittamisen, riskienhallinnan sekä säilytysyhteisön ja rahastoyhtiön välisen sopimuksen sisällön osalta (EUVL L 176, 10.7.2010, s. 42).

⁽⁴⁾ Ks. esim. direktiivin 2010/43/EU 40 artiklan 3 kohta.

⁽⁵⁾ Ks. esim. direktiivin 2011/61/EU 16 artiklan 2 kohta.

⁽⁶⁾ Ks. esim. direktiivin 2011/61/EU 16 artiklan 1 kohta.

⁽⁷⁾ Ks. esim. 46–49 artikla komission delegoidusta asetuksesta (EU) N:o 231/2013, annettu 19 päivänä joulukuuta 2012, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2011/61/EU täydentämisestä poikkeuksien, yleisten toimintaedellytysten, säilytysyhteisöjen, vivutuksen, avoimuuden ja valvonnan osalta (EUVL L 83, 22.3.2013, s. 1).

Laatikko 1b: Nykyinen sijoitusrahastojen vivutusta koskeva sääntelykehys

Direktiivi 2009/65/EY – yhteissijoitusyritykset

Ottolaina. Yhteissijoitusyritykset voivat hyödyntää rahoitusvivutusta ottamalla lainaa määrän, joka vastaa enintään 10:tä prosenttia sen varoista edellyttäen, että tällainen lainaaminen on väliaikaista. Ottolainaa voidaan käyttää, jos kassavirroissa on tilapäistä epätasapainoa, esimerkiksi kun lunastusrahat on maksettava, ennen kuin yhteissijoitusyritys saa käteisvaroja sijoitustensa myynneistä.

Synteettisen vivutuksen käyttö. Mitä tulee synteettisen vivutuksen käyttöön johdannaisvastuiden kautta, yhteissijoitusyritykset voivat muodostaa synteettisiä vastuita – sijoitusasteen mittauksella laskettuna – korkeintaan niiden nettovarallisuusarvoa vastaavasta määrästä. Tämän seurauksena yhteissijoitusyritykset voivat käyttää sekä ottolainaa että johdannaisia vivutukseen, jonka enimmäismäärä on 2,1 kertaa niiden nettovarallisuusarvon suuruinen. Direktiivin 2009/65/EY mukaisesti kansalliset toimivaltaiset viranomaiset voivat myös antaa yhteissijoitusyrityksille luvan laskea kokonaisriskinsä käyttämällä value-at-risk-menetelmää tai muuta edistynyttä riskienmittausmenetelmää sijoitusasteen mittauksen sijasta. Näissä rahastoissa vivutuksen käyttö on rajoitettua vain välillisesti rahaston markkinariskiä koskevien rajoitusten kautta, kuten Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitean tason 3 ohjeissa ⁽¹⁾ on selitetty. Niinpä *absoluuttisen* value-at-risk-menetelmän käyttö rajoittuu sellaiseen absoluuttiseen VaR-menetelmään, joka on korkeintaan 20 prosenttia nettovarallisuusarvosta (20 päivän ajanjakson aikana). Niitä rahastoja, jotka käyttävät puolestaan *suhteellista* value-at-risk-menetelmää, sitoo korkeintaan kaksinkertainen tappioriski verrattuna vastaavaan vivuttamattoman salkun value-at-risk-malliin. On myös tärkeää huomata, että nämä value-at-risk-menetelmät antavat mahdollisuuden merkittävästi korkeampaan vivutuksen tasoon, kuin mitä sijoitusasteen mittauksen lähestymistapa mahdollistaisi riippuen taustalla olevien varojen volatiliiteetista. Kyselyvastaukset 11 unionin oikeudenkäyttöalueelta osoittavat, että se osa yhteissijoitusyrityksistä, joka käyttää value-at-risk-menetelmää kokonaisriskin laskemiseen, muodostaa 27–50 prosenttia unionin yhteissijoitusyrityssektorista nettovarallisuusarvolla mitattuna.

Direktiivi 2011/61/EU – vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskeva direktiivi

Ottolaina ja synteettisen vivutuksen käyttö. AIF-rahastoilla ei ole säännöksiin perustuvia vivutuksen rajoituksia. Direktiivin 2011/61/EU mukaisesti rahastojen tulee ainoastaan raportoida vivutuksen käytöstään. Tästä poiketen direktiivissä 2011/61/EU annetaan toimivaltaisille viranomaisille mahdollisuus asettaa rajat AIF-rahastojen hoitajien hyödyntämälle vivutukselle tai muita riskinhallintaa koskevia rajoituksia, jotta "voidaan rajoittaa vivutuksen käytön vaikutusta rahoitusjärjestelmän järjestelmäriskin tai markkinahäiriöiden riskin lisääntymiseen". Tähän mennessä yksikään viranomainen ei ole hyödyntänyt tätä mahdollisuutta, eikä makrovakaudekellisten vivutusvaatimusten yhdenmukaista täytäntöönpanoa varten ole laadittu EU-tason kehystä.

II EJRK:n suositus Sijoituslikviditeetti- ja vipurahoitusriskeistä sijoitusrahastoissa

II.1 Suositus A – Likviditeetin hallinnan välineet lunastuksia varten

II.1.1 Taloudelliset perusteet ja tavoitellut vaikutukset

Suositus A(1) – likviditeetin hallintaan käytettävien lisävälineiden saatavuus

Sijoitusrahastojen likviditeetin hallintaa koskevaa sääntelykehystä EU:ssa tulee laajentaa. Direktiivien 2009/65/EY ja 2011/61/EU likviditeetin hallintaa koskevat säännökset ovat olleet yleisesti riittäviä aikaisemmin. Sijoitussektorin jatkuva kasvu sekä sen likviditeettitransformaation lisääntyvät aktiivisuus voivat kuitenkin johtaa rahoitusvakauden riskien lisääntymiseen, mikä on otettava huomioon.

Asianmukaiset likviditeetin hallinnan välineet voisivat tasoittaa yhteissijoitusyritysten ja avointen AIF-rahastojen likviditeettitilanteen epätasapainoa ja vähentää näin rahoitusvakauden riskejä markkinoiden häiriötilanteissa. Likviditeettiepätasapaino on ongelma erityisesti avoimissa rahastoissa, jotka tarjoavat nopeita lunastusmahdollisuuksia mutta sijoittavat varoihin, joita ei voi kaikissa tapauksissa myydä nopeasti niistä saatavan markkinahinnan karsimättä merkittävästi. Useat avoimet rahastot tarjoavat päivittäisiä lunastuksia, mutta eivät kaikki. Direktiivien 2009/65/EY ja 2011/61/EU mukaisesti rahastojen hoitajat ovat vastuussa lunastusvälin määrittämisestä (ks. laatikko 1a). Likviditeetin hallintaan on olemassa lisävälineitä, joiden avulla avointen rahastojen riskejä voidaan pienentää vähentämällä varhaisen rahastolunastuksen etua ⁽²⁾ markkinoiden häiriötilanteissa (ennakkoon käytettävät välineet) ja likviditeettikierteen esiintymistä (jälkikäteen käytettävät välineet).

⁽¹⁾ Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea: Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS, 28. heinäkuuta 2010.

⁽²⁾ Lisätietoa varhaisen rahastolunastuksen edusta on Euroopan järjestelmäriskikomitean suosituksen EJRK/2012/1, annettu 20 päivänä joulukuuta 2012, rahamarkkinarahastoista, liitteen II:1 jaksossa (EUVL C 146, 25.5.2013, s. 1).

Ennakkoon käytettäviä välineitä voidaan käyttää varhaisen rahastolunastuksen edun ja järjestelmäriskin vähentämiseen. Periaatteessa näitä välineitä voidaan käyttää sekä tavanomaisissa olosuhteissa että markkinoiden häiriötilanteissa. Ennakkoon käytettävien välineiden, kuten joustavien hinnoittelumenetelmien ja diluutiosuojamaksujen, tarkoituksena on kohdella asiakkaita tasapuolisesti ja varmistaa, että jäljelle jäävät sijoittajat eivät joudu epädulliseen asemaan lunastuksia vaativien sijoittajien toiminnan vuoksi. Tämän pitäisi estää sijoittajia lunastamasta ennen muita hyötyäkseen matalammista kustannuksista. Jos sijoittajat ovat kuitenkin päättäneet likvidoida rahasto-omistuksensa, he tekevät näin siihen liittyvistä kustannuksista huolimatta. Näin ollen välineet vain vähentävät varhaisesta rahastolunastuksesta syntyvää etua mutta eivät välttämättä myyntipainetta kohde-etuusmarkkinoilla.

Jälkikäteen käytettävillä välineillä rahastojen hoitajat voivat hallita sijoitusrahaston likviditeettiä ohjaamalla tai rajoittamalla ulosvirtausta. Näiden välineiden ansiosta hoitajat tavallisesti vapautuvat velvoitteesta myydä varoja välittömästi (markkinahinnoilla tai niitä pienemmillä hinnoilla) sijoittajien lunastustoimeksiantoja koskien. Tämän vuoksi ne voivat toimia jossain määrin eräänlaisina katkaisimina ja vähentää likviditeettikierteen syntymistä. Jälkikäteen käytettäviä välineitä käytetään tyypillisesti markkinahäiriötilanteissa.

Sijoitusrahastojen likviditeetin hallintaan liittyvien lisävälineiden saatavuus ja toteutus vaihtelevat huomattavasti oikeudenkäyttöalueiden välillä. Rahaston hoitaja tai toimivaltainen viranomainen voi keskeyttää lunastukset direktiivien 2009/65/EY ja 2011/61/EU nojalla, mutta jälkimmäisessä direktiivissä ei säädetä muista likviditeetin hallinnan lisävälineistä. Tämän vuoksi likviditeetin hallintaan liittyvien lisävälineiden saatavuudessa sekä niiden käyttöä koskevissa menettelyissä on eroja oikeudenkäyttöalueiden välillä. IOSCO:n tekemä kyselytutkimus⁽¹⁾ sekä ESMAn äskettäinen Euroopan unionin jäsenvaltioita koskeva kyselytutkimus⁽²⁾ osoittavat, että joissakin jäsenvaltioissa on käytössä valikoima likviditeetin hallintaan liittyviä lisävälineitä, kuten joustavat hinnoittelumenetelmät sekä diluutiosuojamaksut. Kuitenkin useimmissa jäsenvaltioissa on saatavilla vähemmän välineitä.

Jäsenvaltioissa useimmin käytettävissä olevat välineet ovat

- lunastusmaksut
- lunastusportit
- lunastukset apporttina
- side pockets -järjestelyt
- lunastusten keskeytykset.

Ainoa kaikille osallistuville oikeudenkäyttöalueille yhteinen väline on lunastusten keskeyttäminen. Sen jälkeen useimmin saatavilla oleva väline on lunastukset apporttina, joka on käytettävissä 17 jäsenvaltiossa.

Useimmissa jäsenvaltioissa rahastojen hoitajat ovat yksin vastuussa likviditeetin hallintaan liittyvien välineiden käyttöönotosta – sääntelyviranomaisilla on vain pieni rooli, eivätkä ne voi ottaa käyttöön välineitä. Rahastojen hoitajat eivät tarvitse erillistä lupaa useimpien likviditeetin hallintaan liittyvien lisävälineiden aktivoimiseen. Ainoastaan kolmessa jäsenvaltiossa vaaditaan erillinen lupa joidenkin välineiden käyttöön ja ainoastaan yhdessä niistä lupa vaaditaan lunastusten keskeyttämiseen. Likviditeetin hallintaan liittyvät välineet ja olosuhteet, joissa niitä voidaan käyttää, täytyy kuitenkin yleensä luetella sijoitusrahaston perustasiakirjoissa, joita koskevat lupakäytännöt kaikissa EU:n jäsenvaltioissa. Sääntelyviranomaisilla ei yleensä ole oikeutta aktivoida välineitä. Yleisen poikkeuksen tässä muodostaa kuitenkin lunastusten keskeyttäminen, jonka sääntelyviranomainen voi määrätä, jos sen katsotaan olevan rahoitusvakauden kannalta tarpeellista ja sitä kautta yleisen edun mukaista. Useilla oikeudenkäyttöalueilla kansallisilla toimivaltaisilla viranomaisilla on valta aktivoida lunastusportit.

Välineiden saatavuus on joissakin tapauksissa rajoittunut tietyn tyyppisiin sijoitusrahastoihin ja/tai poikkeusolosuhteisiin. Likviditeetin hallintaan käytettävien lisävälineiden valinnassa on vaihtelua tavallisissa olosuhteissa. Joissakin jäsenvaltioissa tiettyjä välineitä voidaan käyttää tavallisissa olosuhteissa yleensä sillä ehdolla, että niiden mahdollisesta käytöstä on säädetty aikaisemmin rahaston asiakirjoissa. Toisissa jäsenvaltioissa tiettyjen välineiden käyttö on rajoitettu poikkeusolosuhteisiin. Kaikissa jäsenvaltioissa oikeus keskeyttää lunastukset on rajoitettu ainoastaan poikkeusolosuhteisiin.

⁽¹⁾ IOSCO:n kyselytutkimus kattaa sekä unionin jäsenvaltiot että muita kuin unionin jäsenvaltioita. Tässä kertomuksessa keskitytään 11 osallistuvasta jäsenvaltiosta saatuihin vastauksiin. Luettavissa osoitteessa <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>

⁽²⁾ Katso lisätietoja liitteen taulukosta A1.

Sääntelyviranomaisten likviditeetin hallintaan liittyvien lisävälineiden käyttöä koskeva ohjeistus ei ole yhte-näistä ja vaihtelee välineiden välillä. Lunastusten keskeytysten soveltamiselle ei ole aina asetettu enimmäisaikarajaa, ja kolmessa jäsenvaltiossa ei anneta minkäänlaista ohjeistusta lunastusten keskeytyksen käyttöön. Muista likviditeetin hal-lintaan liittyvistä lisävälineistä on vain harvoin virallisia määritelmiä, vaikka jäsenvaltioilla on tavallisesti yleistason ymmärtämys välineistä. Useimmissa tapauksissa kansallisessa lainsäädännössä ei ole välineiden käyttöä koskevia sään-nöksiä, eivätkä kansalliset toimivaltaiset viranomaiset anna niitä koskevaa ohjeistusta.

FSB totesi likviditeetin epätasapainon mahdolliseksi rakenteelliseksi haavoittuvuudeksi avoimissa sijoitusrahas-toissa ja ehdotti, että likviditeettiriskin hallinnan välineiden tulisi olla paremmin saatavilla. Monenlaisten ennak-koon ja jälkikäteen käytettävien likviditeetin hallinnan välineiden saatavuus kaikissa jäsenvaltioissa parantaisi kapasiteet-tia reagoida likviditeetin häiriötilanteisiin ja vähentäisi tästä syystä rahoitusvakaudelle aiheutuvaa riskiä. Kansalliset toi-mivaltaiset viranomaiset ja sijoitusrahastojen hoitajat ilmoittivat myös vastauksissaan komission järjestämässä kuulemi-nessä, että ne suhtautuvat myönteisesti likviditeetin hallinnan välineiden laajempaan saatavuuteen ⁽¹⁾.

Rajatylyttävät vaikutukset korostavat yhdenmukaisemman sääntelykehyksen tarpeellisuutta. Koska yhteissijoitus-yritysten ja AIF-rahastojen toiminta ja sijoitukset ovat usein rajatylyttäviä, likviditeettiongelmien mahdolliset vaikutukset eivät rajoitu niiden kotipaikan oikeudenkäyttöalueeseen. Häiriöiden leviäminen voisi siitä syystä edistää sellaisten likvidi-teettikierteiden syntymistä, joilla on rajatylyttäviä vaikutuksia. Tästä syystä kaikkialla unionissa tulisi olla käytössä yhden-mukaiset välineet likviditeetin hallintaan. Tämä antaisi kaikkien sijoitusrahastojen käyttöön yhteiset likviditeetin hallin-nan lisävälineet. Rahastojen hoitajien tulisi arvioida nämä välineet ja lisätä ne tarpeen mukaan sijoitusrahaston perusta-misasiakirjoihin, jotta rajatylyttävät likviditeettiriskit vähentyisivät. Kaikkien AIF-rahastojen ja yhteissijoitusyritysten perustamisiasiakirjojen tulisi rutiininomaisesti sisältää oikeus lunastusten keskeyttämiseen markkinahäiriötilanteissa.

Suosituksen tavoitteena on tehdä likviditeetin hallinnan välineiden käyttöön ottamisesta helpompaa sekä parantaa niiden saatavuutta. Rahastojen hoitajat saattavat olla haluttomia käyttämään tiettyjä likviditeetin hallinnan välineitä useista eri syistä; niitä voivat olla esimerkiksi maineeseen liittyvät syyt sekä leviämiskriisi. Välineen käyttöön ottaminen saattaa johtaa heijastusvaikutuksiin muissa saman rahastonhoitajan hoitamissa sijoitusrahastoissa. Joissakin tapauksissa vaikutukset voivat levitä jopa eri rahastonhoitajien hallitsemiin rahastoihin, joiden salkut ovat samalla tavalla keskittyneet. Tästä syystä likviditeetin hallintaan tarkoitettujen lisävälineiden lisääminen rahaston perustamisiasiakirjoihin ei välttämättä ole riittävä toimi sijoitusrahastoon liittyvän likviditeettiriskin vähentämiseen, jos rahaston hoitaja on haluton soveltamaan likviditeetin hallintaan tarkoitettua lisävälinettä käytännössä. Rahastojen hoitajien tulisi siitä syystä varmis-taa, että käytössä on tarvittavat toiminnalliset valmiudet sekä varautumissuunnitelmat, jotta likviditeetin hallintaan tar-koitettu lisäväline voidaan ottaa käyttöön oikeaan aikaan. Kunkin sijoitusrahaston esitteessä tai sijoittajille ennen sopi-musta annettavissa tiedoissa tulisi tämän vuoksi kuvata kaikki perustamisiasiakirjoihin sisältyvät likviditeetin hallintaan tarkoitettut lisävälineet, niiden tarkoitus ja kuvaus niiden käyttötavoista. Tämä selventäisi käsitystä välineistä ja tarjoaisi sijoittajille tietoa välineistä, joita ei käytetä usein.

Suosituksen tavoitteena on kannustaa yhdenmukaiseen lähestymistapaan likviditeetin hallinnan välineissä kai-kissa jäsenvaltioissa. Jotta voitaisiin varmistaa likviditeetin hallintaan tarkoitettujen lisävälineiden yhdenmukainen käyttö kaikissa jäsenvaltioissa, ESMA tulisi lainsäädäntöehdotuksessa velvoittaa laatimaan korkeatasoista ohjeistusta siitä, miten likviditeetin hallinnan lisävälineiden käyttö toteutetaan sijoitusrahaston likviditeetin hallintaprosessissa, ja määrätä avoimuutta ja raportointia koskevat vaatimukset. Jotta ymmärrettäisiin paremmin likviditeetin hallintaan liittyvien lisävä-lineiden käytön vaikutuksia, EJR:n ja ESMAn tulisi tehdä yhteistyötä makrovakautta koskevista ongelmista. Rahastojen hoitajien tulisi raportoida kansallisille toimivaltaisille viranomaisille likviditeetin hallintaan liittyvien lisävälineiden käyttöön otosta ja käytöstä. Jotta voitaisiin välttää kuormittava raportointi jatkuvassa tai säännöllisessä käytössä olevista likviditeetin hallinnan lisävälineistä, raportointivelvollisuus voisi koskea ainoastaan välineitä, joita käytetään markkinahäi-riötilanteissa.

Ennakkoon käytettäviä likviditeetin hallinnan välineitä voitaisiin käyttää järjestelmäriskin ja sen vaikutusten pie-nentämisessä, ja jälkikäteen käytettävät välineet voitaisiin ottaa käyttöön markkinahäiriötilanteissa, kun sijoitus-rahastoissa on huomattavia ulosvirtauksia. Kummankintyyppiset välineet voisivat näin ollen auttaa sijoitusrahastojen likviditeettiepätasapainosta johtuvien rahoitusvakautteen liittyvien riskien käsittelyssä. Tästä syystä suositellaan, että kum-mankintyyppiset välineet olisivat käytössä koko unionin tasolla. Laatikossa 2 kerrotaan tarkemmin erilaisista välineistä, jos-kin on myös selvää, etteivät kaikki välineet ole aina sopivia tai välttämättömiä kaikissa avoimissa sijoitusrahastoissa.

⁽¹⁾ "Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Manage-ment, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments", saatavilla osoitteessa: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm

Laatikko 2: Likviditeetin hallinnan välineet

Ennakkoon käytettävät / hybridit ⁽¹⁾ likviditeetin hallinnan välineet ⁽²⁾

Joustavan hinnoittelun tavoitteena on suojata sijoitusrahaston sijoittajia haitallisilta hintavaikutuksilta, jotka johtuvat muiden sijoittajien toimista. Joustavaa hinnoittelua voidaan käyttää sijoitusrahaston osuuksien hintojen säätelyyn, jolla voidaan vaikuttaa sijoittajien aktiivisuudesta johtuviin rahastotapahtumien kustannuksiin ⁽³⁾. Käytännössä sijoitusrahaston nettovarallisuusarvoa säädetään alaspäin (ylöspäin) tilanteessa, jossa ulosvirtaus (sisäänvirtaus) on suurta, jotta osuuksia ostavat tai myyvät sijoittajat vastaavat kaupankäyntikulusta, eivätkä ne jää rahastoon senhetkisten sijoittajien maksettaviksi. Mikäli sijoittajat ymmärtävät hinnanmuutokset, niiden pitäisi kannustaa sijoittajia mukauttamaan lunastuksiin ja merkintöihin liittyvää käyttäytymistään siten, että sillä voidaan vakauttaa sijoitusrahaston nettovirtauksia. Joustavaa hinnoittelua voidaan soveltaa joko sijoittajien kaikkiin merkintöihin ja lunastuksiin (täysi joustava hinnoittelu) tai ainoastaan tietyn kynnyksarvon ylittäviin merkintöihin ja lunastuksiin (osittainen joustava hinnoittelu). Osittaisessa joustavassa hinnoittelussa määritellään soveltamisen kynnyksarvo, ja kun nettoulosvirtaus ylittää kynnyksarvon, sijoitusrahaston nettovarallisuusarvoa säädetään alaspäin ja päinvastoin. Kynnyksarvot voivat olla muuttuvia, joten mekanismeja voidaan säätää markkina-/likviditeettiolosuhteisiin sopivaksi ja rajoittaa täten sijoittajien optimointikäyttäytymistä (ts. ehkäistä sitä, että sijoittajat osaavat odottaa joustavan hinnoittelun käyttöönottoa ja toimia sen mukaisesti). Täysin joustavassa hinnoittelussa nettovarallisuusarvoa säädetään jatkuvasti sisään- ja ulosvirtausten nettotasoon vaihtelun mukaan. Joustava hinnoittelu on väline, jolla voidaan vaikuttaa sijoittajien lunastus- ja merkintäkäyttäytymiseen tehokkaasti, sillä se vakauttaa rahaston tuottoa ja vähentää varhaisen rahastolunastuksen etujen ja siihen liittyvien pakkomyyntien todennäköisyyttä. Sijoittajat voivat kuitenkin halutessaan poistua rahastosta, vaikka heille voikin aiheutua siitä lisäkustannusta joustavien hintojen vuoksi. Koska nettovarallisuusarvoja voi olla useita, joustavan hinnoittelun käyttö voi olla monimutkaista ja kallista, eikä pienten rahastojen ole välttämättä tarkoituksenmukaista käyttää sitä.

Samalla tavalla diluutiosuojamaksuissa sijoittajat maksavat ylimääräisen maksun sijoitusrahastolle merkitessään tai lunastaessaan sijoitusrahaston osuuksia. Sijoitusrahaston merkinnät ja lunastukset voivat vaikuttaa sijoitusrahaston arvoon. Arvo voi muuttua etenkin silloin, kun sijoitusrahastojen osakkeita ei ainoastaan siirretä myyjien ja ostajien välillä, vaan myyjien ja ostajien välinen epätasapaino pakottaa rahaston hoitajan hankkimaan tai myymään kohde-etuuksia. Tästä syntyy tapahtumamaksuja, niihin liittyviä veroja sekä likviditeettikustannuksia, jotka vaikuttavat sijoitusrahaston nettovarallisuusarvoon, mikä voi johtaa diluutioon. Diluutiosuojamaksu kattaa nämä kaupankäyntikustannukset.

Joustava hinnoittelu ja diluutiosuojamaksut jarruttavat myötäsyklisiä käyttäytymistä, mutta ainoastaan joustava hinnoittelu kannustaa vastasykliseen käyttäytymiseen. Joustavasta hinnoittelusta poiketen diluutiosuojamaksut eivät kannusta sijoittajia toimimaan vastasyklisesti (ts. tekemään merkintöjä lunastusvaiheessa), koska tässä tapauksessa sijoittajat eivät hyödy suotuisammista myynti- tai lunastushinnoista, joita joustavalla hinnoittelulla saadaan aikaan. Diluutiosuojamaksuista tai joustavasta hinnoittelusta ei synny ylimääräisiä kustannuksia rahastolle, ne ainoastaan muuttavat tapaa, jolla kustannukset jakautuvat sijoittajille.

Jälkikäteen käytettävät likviditeetin hallinnan välineet

Lunastusportit (viivästetyt lunastukset) viivyttävät lunastuksia tilapäisesti. Lunastusportilla viivytetään tilapäisesti osakkaiden lunastusoikeutta. Viivytyks voi olla täydellistä, jolloin sijoittajat eivät voi lunastaa osuuksiaan lainkaan, tai osittaista, jolloin sijoittajat voivat lunastaa tietyn osan osuuksistaan. Lunastusportit voidaan toteuttaa myös siten, että lunastustoimeksiantojen ylittäessä tietyn kynnyksarvon (esim. 10 prosenttia päivittäistä tai viikoittaista kaupankäyntiä

⁽¹⁾ Koska muutoksia nettovarallisuusarvoon voidaan tehdä jälkikäteen, välineet voidaan katsoa myös hybrideiksi, ts. ne otetaan käyttöön etukäteen, mutta aktivoidaan jälkikäteen.

⁽²⁾ Stressitestaus on tärkeä likviditeetin hallintaan liittyvä lisäväline. Sillä testataan likviditeetin hallinnan käytäntöjä merkittävässä markkinahäiriötilanteissa, joissa rahastot voivat joutua vakaviin likviditeettiongelmien. Koska stressitestaukseen pätee oma erillinen suosituksensa, sitä ei käsitellä tässä yhteydessä (ks. suositus C).

⁽³⁾ Joustava hinnoittelu on yhtenäisen hinnan rahastoissa käytettävä mekanismi; kahden hinnan rahastoissa on samankaltaisia mekanismeja, joiden avulla rahaston hoitaja voi määritellä kaupankäyntihinnan kiinteästi sille välille, jolla osuuksia merkitään ja lunastetaan, varmistaakseen kustannusten ohjautumisen tulevien tai lähtevien sijoittajien maksettaviksi.

tarjoavan sijoitusrahaston nettovarallisuusarvosta), rahastonhoitoyritys voi päättää kaikkien kynnysarvon ylittävien lunastustoimeksiantojen siirrosta seuraavaan kaupankäyntijaksoon. Markkinahäiriötilanteissa lunastusportit antavat rahastojen hoitajille lisää aikaa ja joustoa reagoida sijoittajien lunastuksiin ja varmistaa kohde-etuuksien säännönmukaisen myynnin. Tämä voi vähentää pakkomyyntien riskiä.

Apporttilunastuksissa rahastonhoitajien ei tarvitse likvidoida suuria määriä varallisuutta laajamittaisissa lunastuksissa. Rahaston hoitaja voi päättää käsitellä lunastustoimeksiannon siirtämällä lunastavalle osuudenhaltijalle arvopapereita käteisvarojen sijaan. Koska äkilliset laajamittaiset myynnit saattavat aiheuttaa merkittäviä markkinavaikutuksia, lunastukset apporttina voivat suojata sijoitusrahaston jäljelle jääviä sijoittajia korkeilta likvidaatiokustannuksilta, joita voisi muussa tapauksessa syntyä. Mekanismi voi sopia yhteisösijoittajien lunastustoimeksiantoihin. Se ei kuitenkaan sovi yhtä hyvin vähittäissijoittajien lunastuksiin, sillä yksittäisten osuuksien lunastaminen apporttina ei välttämättä ole mahdollista, ja siihen saattaa liittyä myös korkeita toiminnallisia ja maineeseen liittyviä kustannuksia. Vaikka sijoittajat voivat myydä apporttilunastuksena saadun varallisuuden samalla tavalla kuin rahastojen hoitajat, ne joutuisivat vastaamaan näiden myyntien kustannuksista yksin sen sijaan, että ne jaettaisiin kaikkien sijoitusrahaston sijoittajien kesken. Vaikutus markkinoihin (ja siten rahoitusvakauteen) voi kuitenkin olla sama riippumatta siitä, myykö kohde-etuuksia itse sijoitusrahasto vai sijoittajat.

”Side pockets” -järjestelyillä epälikvidit sijoitukset voidaan erottaa sijoitusrahaston muista, likvideistä sijoituksista. Tässä järjestelyssä on kaksi etua. Ensinnäkin sijoittajat, jotka tarvitsevat likviditeettiä, voivat yhä muuttaa sijoituksen likvidin osan käteisvaroiksi todennäköisesti pienin likvidointikustannuksin. Toiseksi menetelmä suojaa niiden sijoittajien etuja, jotka haluavat pysyä sijoitusrahastossa, sillä rahaston hoitajan ei välttämättä tarvitse likvidoida varallisuutta markkinahinnoilla tai niitä alhaisemmilla hinnoilla, vaikka lunastuskysyntä olisikin suurta. Side pocket -järjestely soveltuu siksi erittäin hyvin silloin, kun rahaston sijoittajilla on toisistaan eroavia etuja, esimerkiksi kun jotkut sijoittajat haluavat säilyttää sijoituksensa rahastossa ja toiset haluavat lunastaa osuutensa. Jäsenvaltioissa on erilaisia käytäntöjä, kuten säännöt olosuhteista, joissa side pockets -järjestelyt ovat mahdollisia.

Irtisanomisajat tarjoavat rahastojen hoitajille lisäjoustoa likviditeetin hallinnassa. Irtisanomisaika tarkoittaa ajanjaksoa, jota ennen sijoittajien on annettava ilmoitus sijoitusten lunastuksista rahastojen hoitajille. Irtisanomisajoista on useimmiten säädetty jo sijoitusrahaston perustamisasiakirjoissa, ja niiden ansiosta rahastojen hoitajilla on enemmän aikaa vastata lunastustoimeksiantoihin joutumatta myymään varallisuutta välittömästi alennuksella.

Lunastusten keskeyttäminen on äärimmäinen keino likviditeettikriisissä. Keskeytykset toimivat katkaisijoina ja antavat rahastojen hoitajille talouden häiriötilanteissa lisää aikaa likvidoida varallisuutta asianmukaisesti. Sen sijaan, että rahastojen hoitajien olisi pakko tehdä hätäisiä päätöksiä ja likvidoida mihin tahansa hintaan, he saavat lisäaikaa optimaalisten ratkaisujen löytämiseen. Lisäksi tämä lisäaika voi antaa rahastojen hoitajille ja valvojille mahdollisuuden tiedottaa sijoittajille paremmin häiriön syistä, mikä voi rauhoittaa mahdollista paniikkia. Keskeytyksiä pidetään tämän vuoksi yleisesti tärkeänä välineenä suurimittaisten lunastusten hallinnassa kriisitilanteissa. Keskeytyksistä voi kuitenkin syntyä sijoittajille korkeita kustannuksia, kun he eivät pysty lunastamaan sijoituksiaan. Lisäksi ongelmana on, että ammattimaiset sijoittajat voivat pystyä ennakoimaan lunastusten keskeytykset ja pyrkiä lunastamaan osuutensa muita ennen (mikä on vastoin alkuperäistä tavoitetta vähentää varhaisten rahastolunastusten etuja), mikä voi käynnistää jopa sijoittajapakoja.

Suositukset A(2) ja A(3) – Lisäsäännökset kansallisista toimivaltaisista viranomaisista ja ESMAn roolista kansallisten toimivaltaisten viranomaisten määräämissä lunastusten keskeytyksissä, joilla on rajat ylittäviä rahoitusvakausvaikutuksia

Lunastusten keskeyttäminen on ainoa kaikissa jäsenvaltioissa käytössä oleva väline. Periaatteessa päätös keskeyttää lunastukset on ensisijaisesti rahaston hoitajan vastuulla ja tapahtuu rahaston hoitajan harkinnan mukaan (ks. laatikko 2). Myös kansalliset toimivaltaiset viranomaiset voivat kuitenkin määrätä lunastusten keskeytyksen sekä yhteissijoitusyrityksille että AIF-rahastoille, jos se on osuuksien haltijoiden tai yleisen edun mukaista.

Rahastojen hoitajat saattavat jatkaa lunastuksia, jos he eivät ole sisäistäneet laajamittaisten lunastusten vaikutuksia talousjärjestelmän vakauteen. Sijoittajapako yksittäisessä rahastossa voi riittää paniikin syntymiseen sijoittajien keskuudessa ja laajamittaisiin vetäytymisiin muissa rahastoissa. Tämän seurauksena sijoitussijoitusrahastoja voi kohdata vakava likviditeetin häiriötilanne, ja ne joutuvat ehkä myymään merkittäviä määriä varallisuutta. Jos vahingon kärsijöinä olevien sijoitussijoitusrahastojen koko on riittävän suuri suhteessa niiden markkinaan tai sektoriin, tuloksena voi olla merkittävä varallisuuden hintojen lasku, mikä voi johtaa talouden syöksykierteeseen. Tästä syystä sijoittajapakojen ja niistä aiheutuvien suurimittaisten pakkomyyntien ehkäisy on ratkaisevan tärkeää kokonaisrahoitusvakaudelle.

Rahastojen hoitajat eivät ehkä keskeytä lunastuksia, koska he ovat huolissaan maineriskistä. Yksi suurimmista esteistä lunastusten keskeytysten käytölle on, että se saattaa vaikuttaa negatiivisesti rahaston hoitajan maineeseen. Koska tarve lunastusten keskeytykseen voidaan helposti liittää rahaston hoitajan huonoon likviditeetin hallintaan, keskeytyksistä voi aiheutua pitkäaikaista luottamuksen heikkenemistä rahaston hoitajan ammattitaitoa kohtaan. Tämän seurauksena rahastojen hoitajat voivat pidättäytyä lunastusten keskeytyksen käytöstä, vaikka se olisi sijoitusrahaston kaikkien sijoittajien etujen mukaista. Joissakin muissa tapauksissa rahastojen hoitajat voivat luopua lunastusten keskeytyksistä, jos he ovat vakuuttuneita siitä, etteivät ne olisi sijoitusrahastojen sijoittajien etujen mukaisia. Näissä tapauksissa, mikäli rahastojen hoitajat eivät käytä lunastusten keskeytyksiä, mutta ne olisivat makrovakaudellisesta näkökulmasta perusteltuja, kansallisten toimivaltaisten viranomaisten tulisi käyttää valtaansa ja vaatia lunastusten keskeytyksiä.

Unionin passijärjestelyt tarkoittavat, että lunastusten keskeytysten määräämiseen liittyvät roolit ja velvollisuudet tulisi antaa kansallisille toimivaltaisille viranomaisille. Passijärjestelmien ansiosta AIF-rahastojen ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöt voivat markkinoida osuuksia rajojen yli sijoittajille Euroopan talousalueella. Niiden ansiosta myös rahastojen hoitajat voivat hallita näitä sijoitusrahastoja rajat ylittävästi. Jos sijoitusrahasto on perustettu yhteen jäsenvaltioon, mutta AIF-rahaston tai yhteissijoitusyrityksen rahastoyhtiö sijaitsee toisessa jäsenvaltiossa, ei välttämättä ole selvää, mikä kansallinen toimivaltainen viranomainen on vastuussa lunastusten keskeytyksistä tai milloin viranomaisten tulisi puuttua toimintaan keskeytysvaltuuksillaan. Selkeän vastuunjaon puute voi johtaa riittämättömiin tai viivästyneisiin toimiin häiriötilanteissa tai nopeasti muuttuvissa markkinaolosuhteissa. Vastuun jakamisella ja/tai vastuun lankeamisella vähemmän tietoa omaavalle viranomaiselle voi tästä syystä olla odottamattomia negatiivisia seurauksia. Tämän välttämiseksi komission olisi suotavaa ehdottaa, että unionin lainsäädännössä selvennetään asiaan liittyvien kansallisten toimivaltaisten viranomaisten rooleja ja vastuuta.

Muille asiaan liittyville viranomaisille, joihin kuuluvat esimerkiksi ESMA ja EJRK, tulisi ilmoittaa, ennen kuin vastuussa oleva viranomainen käyttää lunastusten keskeytyksiä koskevaa määräysvaltaa, jos sillä on rajatylittäviä vaikutuksia rahoitusvakauteen. Koska passijärjestelmä mahdollistaa rahastojen markkinoinnin rajojen yli Euroopan talousalueella, lunastusten keskeytysten määrääminen voi vaikuttaa suoraan muiden viranomaisten alaisuudessa toimiviin sijoittajiin ja markkinoihin. Lunastusten keskeytyksen määrääminen tiettyyn sijoitusrahastoon voi siksi vaikuttaa rahoitusmarkkinoihin ja sijoittajien luottamukseen myös muilla oikeudenkäyttöalueilla. Jos asiaankuuluvilla viranomaisilla ei ole tietoa asiasta, tällaiset markkinareaktiot voivat tulla yllätyksenä ja sopivat sääntelytoimet voivat viivästyä. Jotta rahoitusvakaudelle aiheutuvia riskejä voitaisiin pienentää, komission olisi suotavaa ehdottaa, että velvollisuus toimittaa ennakkotietoja asianmukaisille viranomaisille sisällytetään soveltuvaan unionin lainsäädäntöön. Tämä velvollisuus tulisi kuitenkin muotoilla siten, että se ei estä kansallisia toimivaltaisia viranomaisia toimimasta viipymättä kriisitilanteessa.

ESMAN tulisi pyrkiä neuvomaan kansallisia toimivaltaisia viranomaisia sekä helpottamaan ja koordinoimaan niiden käyttämiä valtuuksia lunastusten keskeytyksissä, mikäli niillä on rajatylittäviä vaikutuksia rahoitusvakauteen. Kansalliset ominaispiirteet huomioon ottaen ESMAn tulisi omaksua koordinoiva ja neuvoa-antava rooli tavoitteenaan luoda tasapuoliset toimintaedellytykset kansallisille toimivaltaisille viranomaisille, jotta ne voisivat käyttää valtuuksiaan keskeyttää lunastukset ja ehkäistä rahoitusvakaudelle aiheutuvia riskejä. Koordinointiin tulisi sisältyä vetovastuu niistä yleisistä käytännön asioista, joita kansallisten toimivaltaisten viranomaisten tulee ottaa huomioon käyttäessään lunastusten keskeytyksiin liittyvää valtaansa. Lisäksi tällä hetkellä yleistä etua ei ole määritelty yhtenäisesti ja tarkasti. ESMAn tulisi edistää kansallisten toimivaltaisten viranomaisten yhtenäistä tulkintaa siitä, kuinka direktiivien 2009/65/EY ja 2011/61/EU soveltuvat säännökset liittyvät rahoitusvakauteen ja järjestelmärisktiin siten, ettei viranomaisten toiminta ole kuitenkaan ennustettavaa tai aiheuta moraalikatoa. Nämä säännökset eivät ainoastaan edistä yhtenäisemmän lähestymistavan omaksumista lunastusten keskeytyksiin, vaan ne myös tukevat ajatusta, että lunastusten keskeytyksistä tulisi käytännöllinen väline rahoitusvakaudelle aiheutuvien riskien vähentämisessä.

II.1.2 Tahattomat vaikutukset

On olemassa riski, että ammattimaiset sijoittajat osaavat ennakoida tietyn välineen käyttöönoton. Tämä voi vähentää välineen tehokkuutta tai kumota sen, koska sijoittajat pyrkisivät toimimaan, ennen kuin välinettä on varsinaisesti otettu käyttöön. Tietyissä olosuhteissa välineen käyttöönoton ennakointi voi johtaa jopa pakotilanteisiin, jotka puolestaan voivat laukaista likviditeettikierteen. Tästä syystä ohjeistuksessa tulisi välttää kaikenlaista automaattisuutta ja ennustettavuutta.

Likviditeetin hallinnan välineet voivat olla arvokkaita, kun markkinahäiriötilanteet ovat pitkäkestoisia. Markkinaolosuhteista riippuen jälkikäteen käytettävät välineet saattavat ainoastaan lykätä likviditeettiongelmaa, sillä ne vain lykkäävät lunastuksia jonkin ajan päähän (esim. lunastusportit). Ne eivät poista ongelmaa, kun markkinahäiriötilanteet jatkuvat pidempään, eivätkä voi tämän vuoksi korvata esimerkiksi rakenteellisia toimenpiteitä, jotka on tarkoitettu liiallisen likviditeettiepäasapainon korjaamiseen.

II.2 Suositus B – Lisäsäännökset, joilla vähennetään liiallisen likviditeettiepäasapainon todennäköisyyttä

II.2.1 Taloudelliset perusteet ja tavoitellut vaikutukset

Sijoitusrahastot, jotka hallinnoivat luontaisesti vähemmän likvidiä varallisuutta, eivät välttämättä muodosta uhkaa talouden vakaudelle. Eri omaisuuslajien saatavuuden parantaminen lisää markkinoiden tehokkuutta, sillä se tarjoaa enemmän sijoitusmahdollisuuksia ja parantaa rahoituksen saatavuutta tällaisten varojen liikkeeseenlaskijoille.

Talouspolitiikan näkökulmasta sijoitusrahastojen mahdollisuus sijoittaa vähemmän aktiivisesti kaupattuihin omaisuuslajeihin, kuten yksityiseen pääomaan ja luokittelemattomiin yrityslainoihin tai -luottoihin, edistää rahoituksen monimuotoisuutta taloudessa. Tämä vastaa sijoittajien kasvavaan kysyntään lisäsijoitusmahdollisuuksista pitkän aikavälin matalatuottoisten olosuhteiden yhteydessä.

Rahoitusvakaudelle aiheutuu riskejä, kun näiden varojen likviditeetin ja sijoittajille lunastuskäytäntöjen mukaisesti tarjotun likviditeetin välillä on suuri epätasapaino. Verrattuna sijoitusrahastoihin, jotka sijoittavat likvideihin varoihin, kun vain suuri määrä lunastuksia vaikuttaisi markkinahintoihin, velvollisuus (edellyttäen, ettei rahastoa lakkauteta) myydä jopa vain pieniä määriä vähemmän likvidejä varoja voisi johtaa nopeasti markkinoiden laskun merkittävään voimistumiseen. Lunastusmahdollisuuksien tarjoaminen usein on erityisen ongelmallista, jos tämä johtaa siihen, että sijoittavat yliarvioivat sijoituksensa kohteena olevan sijoitusrahaston varallisuuden likviditeetin. Tämä voi johtaa esimerkiksi velkavipua käyttävien sijoittajien suorittamiin pakkomyynnteihin.

Sen varmistamisen, että avoimen sijoitusrahaston lunastuspolitiikka on rakenteellisesti yhteneväinen sen varallisuuden likviditeettiprofiilin kanssa, pitäisi vähentää pakkomyynnteihin liittyviä riskejä. Rahastojen hoitajilla on useita vaihtoehtoja sijoittaessaan voimakkaasti vähemmän likvideihin varoihin. Varallisuuspuolella voidaan esimerkiksi asettaa rajat osuudelle, jonka hoitaja voi sijoittaa vähemmän likvideihin varoihin. Tämä parantaisi rahaston hoitajan mahdollisuutta vastata lunastustoimeksiantoihin myös markkinahäiriötilanteissa. Varmistamalla, että likvidejä varoja on riittävästi saatavilla, voidaan vähentää varhaisen rahastolunastuksen etua ja sijoittajapaon riskiä. Samalla kun näillä toilla voidaan varautua liiallisiin likviditeetin epätasapainotilanteisiin rahaston tasolla, ne pienentäisivät myös kollektiivisten myyntien suuruusluokkaa ja pakkomyyntien riskiä. Ne vähentäisivät niin ikään myös järjestelmään vaikuttavien tapahtumien todennäköisyyttä ja vakavuutta.

Parantamalla sijoitusrahaston kykyä vastata lunastuksiin markkinahäiriötilanteissa voidaan myös vähentää lunastusten keskeytysten todennäköisyyttä. Sijoitusrahastojen rakenteellisen kestokyvyn parantaminen ehkäisisi myös liiallista luottamista likviditeetin hallinnan lisävälineisiin, sillä osassa tiedotusvälineissä esitetyistä huomautuksista viitataan nimenomaan keskeytysvälineen mahdollisiin tahattomiin vaikutuksiin ⁽¹⁾.

Vastuupuolella hoitajat voivat ottaa käyttöön lunastuskäytäntöjä ja pienentää sijoitusrahastojen lunastusmahdollisuuksien tarjoamisväliä ja/tai asettaa irtisanomisaikoja sijoittajille, jotka haluavat lunastaa osuutensa sijoitusrahastosta. Kun ulosvirtaus on epätavallisella tasolla, lunastusten rajoittaminen voi antaa rahaston hoitajalle lisäaikaa likvidoida varallisuutta lunastustoimeksiantojen mukaisesti. Se antaisi markkinoille myös lisäaikaa ratkaisun löytämiseen taustalla oleviin ongelmiin tai mahdollisuuden ongelmien luonnolliselle purkautumiselle (esimerkiksi Yhdistyneen kuningaskunnan kiinteistörahastojen tapauksessa). Joissakin tapauksissa viranomaiset voisivat sen ansiosta toteuttaa jonkin tyyppisen laaja-alaisen toimenpiteen, mikä voisi lieventää taustalla vaikuttavaa välitöntä häiriötilannetta. Irtisanomisaikojen tapauksessa eräpäivän tietäminen etukäteen antaisi sijoittajille mahdollisuuden tehdä jossakin määrin suunnitelmia oman likviditeettiasemansa suhteen, mihin lunastusten keskeytyksissä ei ole mahdollisuutta.

Kiinteistörahastot ovat esimerkki rahastoista, joissa likviditeettiepätasapaino voi olla suurta. Kiinteistörahastot sijoittavat tyypillisesti vähemmän likvideihin varoihin ja ovat siksi alttiita merkittävälle likviditeettiepätasapainolle, jos niiden rakenne on avoin. Järjestelmäriskejä voi syntyä likviditeettiepätasapainon ja vivutuksen käytön yhdistelmästä. Varhaiset lunastajat voivat hyötyä varhaisen rahastolunastajan edusta ja aloittaa näin sijoittajapaon, koska näillä sijoitusrahastoilla on käytössään vähemmän likvidejä varoja, joilla voi vastata lunastuksiin. Vivutuksen vuoksi lunastustoimeksiantot voivat pakottaa hoitajan myymään suuren osuuden salkusta, mikä vaikuttaa samalla varallisuuden hintaan. Viime kädessä nämä sijoitusrahastot voivat voimistaa ja levittää riskejä kaikkialle rahoitusjärjestelmään ⁽²⁾. Yhdistyneen kuningaskunnan kiinteistörahastojen tapauksessa keskeytykset auttoivat välttämään laajamittaiset liikekiinteistöjen pakkomyynnit Yhdistyneen kuningaskunnan EU-jäsenyyttä koskevan kansanäänestyksen alla (ks. laatikko 3). Kuten Bank of England on kuitenkin huomauttanut, pinnan alla on yhä haavoittuvuutta, joka voi nousta esiin, jos sijoitusrahaston varojen ja vastuiden välillä on likviditeettiepätasapainoa. Tulevaisuuden sikit liikekiinteistömarkkinoilla voivat käynnistää lunastuskierteitä, keskeytyksiä ja alennusmyynntejä.

⁽¹⁾ Esimerkkejä joistakin mahdollisista tahattomista seurauksista Yhdistyneen kuningaskunnan kiinteistörahastoihin liittyen, ks. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brex-it-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> tai <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>, katsottu marraskuussa 2017.

⁽²⁾ Bank of England, "Financial Stability Report – November 2016".

Laatikko 3: Kiinteistörahasot – Yhdistyneen kuningaskunnan kiinteistörahasotien tapaus

Unionin kiinteistörahasotien ominaispiirteissä on vaihtelua. Kiinteistörahasot sijoittavat tyypillisesti vähemmän likvideihin varoihin, kuten kiinteistöihin, omistusoikeuksiin ja kiinteistöyritysten omapääomaosuuksiin. Joillakin oikeudenkäyttöalueilla kiinteistörahasot voivat olla ainoastaan suljettuja rahastoja, joista sijoittajat voivat lunastaa osuuksia ainoastaan ennalta määritellyinä määräaikoina, tavallisesti vain rahaston erääntymispäivänä. Toisilla oikeudenkäyttöalueilla sijoitusrahastojen säännöt ja avointen rakenteiden tarjousasiakirjat antavat sijoittajille oikeuden vaatia rahastosuuksiensa lunastamista useammin. Tämä voi johtaa laajamittaiseen likviditeettitransformaatioon, erityisesti jos nämä rahastot tarjoavat viikoittaisia tai päivittäisiä lunastusmahdollisuuksia.

Esimerkki kiinteistörahasotien liittyvistä ongelmista nähtiin Yhdistyneessä kuningaskunnassa 23 päivänä kesäkuuta 2016 EU-jäsenyyttä koskevan kansanäänestyksen jälkeen. Vuoden 2016 heinä- ja joulukuun välisenä aikana useat Yhdistyneen kuningaskunnan 19:sta toimiluvan saaneesta suoraan kiinteistöihin sijoittavasta yhteissijoitusvälineestä ⁽¹⁾ hakivat jonkinlaista likviditeettiä koskevaa erityistoimenpidettä. Yhdistyneen kuningaskunnan kiinteistömarkkinat olivat kärsineet arvonlaskusta ja sijoitusrahastojen lunastuksista noin kahdeksan kuukauden ajan ennen kansanäänestystä. EU-eroa kannattava äänestystulos laukaisi kasvun sijoittajien lunastustoimeksiannoissa. Noin 15:n päivittäistä kaupankäyntiä tarjoavan sijoitusrahaston kumulatiiviset lunastukset nousivat 4,1 prosenttiin nettovarallisuusarvosta ja saavuttivat yhdessä tapauksessa jopa 8 prosentin tason. Samaan aikaan kymmenen sijoitusrahastoa teki käypään arvoon perustuvan hinnoittelun mukautuksia, jotka vaihtelivat 4 prosentista 15 prosenttiin.

Vahinkoa kärsineillä sijoitusrahastoilla oli erilaisia lähestymistapoja likviditeetin hallinnan välineiden käytössä. Heinäkuun ensimmäisellä viikolla kuusi päivittäistä kauppaa käyvää sijoitusrahastoa, arvoltaan yhteensä noin 14,6 miljardia Englannin puntaa, keskeytti lunastukset (kolme niistä oli soveltanut myös käypään arvoon perustuvien hintojen mukautuksia). Yksi sijoitusrahasto jatkoi kaupankäyntiä käyttämällä diluutiomukautusta, jossa otettiin huomioon alennus, joka vaadittiin usean kiinteistön nopeaan myyntiin. Muut rahastojen hoitajat pitivät sijoitusrahastonsa keskeytettynä, kunnes he arvioivat omaisuuden arvostamisen olevan riittävän selkeää. Yhdistyneen kuningaskunnan finanssilaitosten menettelytapoja valvovan Financial Conduct Authority -viranomaisen (FCA) säännöissä vaaditaan, että keskeytyksen perusteita tarkastellaan 28 päivän välein, mutta niissä ei määrätä keskeytyksen enimmäiskestoa.

Lunastustoimeksiantojen taso alkoi palautua normaaliksi heinäkuun puolivälistä alkaen. Sijoitusrahastot, jotka olivat keskeyttäneet lunastukset, alkoivat palata kaupankäyntiin vähitellen. Viimeinen teki niin joulukuun puolivälissä. Sijoitusrahastoihin, jotka tarjoavat lunastuksia kuukausittain tai vuosineljänneksittäin, ei joko kohdistunut tavallista suurempaa määrää lunastusvaatimuksia tai ne pystyivät varmistamaan, että riittävät käteisvarat ja muu varallisuus vastasivat kysyntää.

Tapahtumilla oli vaikutusta joihinkin sijoitussidonnaisiin sijoitusrahastoihin, mutta vaikutukset eivät levinneet muihin omaisuuslajeihin. Kaupankäynnin keskeyttäminen vaikutti joihinkin sijoitussidonnaisiin rahastoihin, jotka olivat sijoittaneet yhteissijoitusvälineisiin hyödyntääkseen kiinteistöjä omaisuuslajina. Näistä sijoitusrahastoista 59, joiden yhteenlasketut hoidettavina olevat varat olivat 2 miljardia Englannin puntaa, oli sijoittanut kaupankäynnin keskeyttäneeseen yhteissijoitusvälineeseen. Joissakin tapauksissa tämä vaikutti niiden kykyyn täyttää muut kuin sopimuksiin perustuvat velvoitteensa, kuten vakuutus sopimusten takaisinostot tai eläkkeen siirrot, mutta sillä ei ollut vaikutusta etuuksien maksuun eräpäivänä tai vakuutettujen henkilöiden kuollessa.

Englannin pankki korosti leviämiskeskeistä heinäkuun 2016 Financial Stability Report -raportissaan ⁽²⁾. Markkina-tapahtuman luonne vähensi kuitenkin järjestelmävaikutuksen riskin syntyä. Sokki ei ollut laajalle levinnyt luottotapahtuma, vaan ensisijaisesti Yhdistyneen kuningaskunnan sisäinen tapahtuma, joka vaikutti kiinteistöjen hintoihin. Lisäksi päivittäistä kauppaa käyvien sijoitusrahastojen lunastusten vaikutukset pystyttiin rajaamaan sijoitusrahastojen käytettävissä olevien välineiden avulla. Lisäksi vaikutuksille altistuneiden sijoitusrahastojen arvo oli pieni: hoidettavina olevien varojen perusteella laskettuna toimiluvan saaneet kiinteistöjen yhteissijoitusvälineet edustivat noin 2,7 prosenttia Yhdistyneen kuningaskunnan avoimista sijoitusrahastoista (949,7 miljardia Englannin puntaa). Kaikkien avointen sijoitusrahastojen hallussa on noin 35 miljardin arvosta liikekiinteistöjä, mikä vastaa alle 10:tä prosenttia kokonaismarkkinoista (683 miljardia Englannin puntaa).

⁽¹⁾ Nämä rahastot ovat direktiivin 2011/61/EU mukaisia AIF-rahastoja, mutta niitä koskee Yhdistyneen kuningaskunnan lainsäädännön mukainen sääntely ja lupamenettely.

⁽²⁾ Bank of England, "Financial Stability Report – July 2016".

Toinen esimerkki on, kun joukkolainarahastot sijoittavat spekulatiiviluokkaan kuuluviin tai luokittelemattomiin arvopapereihin, mistä voi syntyä merkittävää likviditeettipäätasapainoa. Joulukuussa 2015 suuri yhdysvaltalainen korkean tuoton joukkolainarahasto ilmoitti, että se likvidoi sijoitussalkkunsaa ja keskeyttää lunastukset. Rahaston hoitaja katsoi, että sijoittajien lunastusvaatimukset tilanteessa, jossa likviditeetti laski yleisesti kiinteätuottoisilla markkinoilla, tarkoitti, ettei ollut mahdollista kerätä riittävästi käteisvaroja lunastusvaatimusten maksuun myymättä varallisuutta alennettuun hintaan ja asettamatta siten jäljelle jääviä sijoittajia epäedulliseen asemaan. Tilanne oli seurausta sijoitusrahaston omistusten sisäisen likviditeetin matalasta tasosta, kuten yrityslainojen CCC-tason tai sitä matalammasta luokituksesta tai täysin luokittelemattomista yrityslainoista (joita kutsutaan myös ongelmallisiksi arvopapereiksi), yhdistettynä käteisvarojen ja muiden likvidien varojen vähäiseen määrään.

Useimmissa unionissa toimivissa sijoitusrahastoissa ei ole suuria likviditeettipäätasapainoja. Esimerkiksi osakerahojen katsotaan harjoittavan rajattua likviditeettitransformaatiota ⁽¹⁾, sillä useimmat noteeratut osakkeet katsotaan likvideiksi myös markkinahäiriötilanteissa. Vastaavasti joukkolainarahastoja koskeva näyttö osoittaa likviditeetti- ja maturiteettitransformaation olevan tasapainossa ⁽¹⁾. Sijoitusrahastot, jotka keskittyvät vähemmän likvideihin yrityslainoihin, sijoittavat yleisesti keskimääräistä lyhyemmän maturiteetin omaaviin arvopapereihin, kun taas likvidimpeihin valtion joukkolainoihin sijoittavat sijoitusrahastot sijoittavat pidempiaikaisiin varoihin. Sijoitusrahasto, joka sijoittaa pitkäaikaisiin likvideihin varoihin, pystyy yleensä myymään sijoituksensa milloin tahansa, kun taas lyhytaikaisiin likvideihin varoihin sijoittavan rahaston tulisi kyetä uudistamaan salkkuaan säännöllisesti, jotta se voisi rajoittaa sen likviditeettitransformaatiota ⁽²⁾.

Suurimmat maturiteettien erot syntyvät puolestaan avoimiin AIF-rahastoihin, jotka sijoittavat sisäisesti vähemmän likvideihin varoihin. Kiinteistörahojen osuus on 5 prosenttia Euroopan sijoitusrahastoista (658 miljardia euroa), ja suurin osa niistä on avoimia ja alttiita likviditeettipäätasapainolle, kuten EJRK:n Shadow Banking Monitor -raportista käy ilmi (taulukot 1 ja 2). Kiinteistörahastosektorista on tullut merkittävämpi viime vuosina, sillä sen hoidettavana olevien varojen määrä on kasvanut 34 prosenttia kahden vuoden aikana (vuoden 2016 neljännelle vuosineljännekselle) verrattuna muun rahastoalan 19 prosentin kasvuun. EJRK:n Shadow Banking Monitor -raportti osoittaa myös, että hedgerahastot (436 miljardia euroa) harjoittavat likviditeettitransformaatiota strategiastaan riippuen. Vertailukohtana lainarahastot ovat yhä alkuvaiheessa oleva toimiala (26 miljardia euroa).

Taulukko 1

Sijoitusrahastojen likviditeettitransformaatio

Rahastotyyppi	Joukkolainarahastot	Hedgerahastot	Kiinteistöraho	Pörssilistatut rahastot	Pääomasijoitusrahastot
	●	●	●	●	○

Värikoodi: ● = harjoittaa runsaasti; ● = harjoittaa keskitasoisesti; ● = harjoittaa vähän; ○ = harjoittaa epätodennäköisesti tai ei merkittävissä määrin

Taulukko 2

Euroalueen sijoitusrahastojen varallisuus (biljoonaa euroa)

	Jou-14	Kes-15	Jou-15	Kes-16	Jou-16	Maa-17	Huh-17
Joukkolainarahastot	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
Pääomasijoitusrahastot	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
Hedgerahastot	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
Yhdistelmärahastot	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

⁽¹⁾ Ks. EJRK:n "EU Shadow Banking Monitor", No 2, 2017.

⁽²⁾ Ks. EJRK:n "EU Shadow Banking Monitor", No 1, 2016.

	Jou-14	Kes-15	Jou-15	Kes-16	Jou-16	Maa-17	Huh-17
Kiinteistörahasot	0,48	0,50	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
Yhteensä	9,30	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

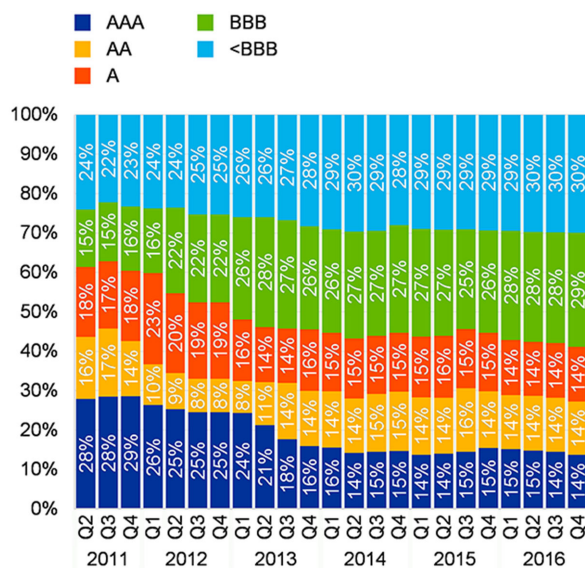
Viime vuosina joissakin unionin joukkolainarahastoissa, mukaan lukien yhteissijoitusyritykset, on havaittu toimintamalli, jossa ne siirtävät sijoituksiaan korkeammin luokitetuista matalammin luokitettuihin velkapapereihin, mistä seuraa pidemmille maturiteeteille ja suuremmalle luottoriskille altistuminen. Korkeatuottoiset sijoitusrahastot edustavat 19 prosenttia joukkolainarahastovarallisuudesta, ja riippuen markkinalikviditeetin rakenteellisista ja syklisistä tekijöistä edellä mainitun mukaisesti on olemassa mahdollisuus, että sijoitusrahastot altistuvat likviditeettipäätasapainolle vähintäänkin tilapäisesti. Unionin tasolla yhtenäisten tietojen puuttuessa on kuitenkin vaikea mitata ongelman merkittävyyttä ja yhteissijoitusyritysten mahdollista vaikutusta rahoitusvakaudelle aiheutuviin riskeihin (ks. laatikko 4).

Laatikko 4: Yhteissijoitusyritysten mahdollinen altistuminen likviditeettipäätasapainolle

Direktiivissä 2007/16/EY säädetään, että yhteissijoitusyritysten tulee sijoittaa pääasiassa likvideihin varoihin. Joidenkin sallittujen varojen likviditeetti voi kuitenkin heikentyä markkinahäiriötilanteissa, jolloin yhteissijoitusyritykset altistuvat väliaikaiselle likviditeettipäätasapainolle. Tämä koskee erityisesti korkeatuottoisia joukkolainarahastoja. IOSCO on reagoinut tähän käynnistämällä hiljattain kuulemisen siitä, pitäisikö rahastoilla ja yhteissijoitusyrityksillä olla käytösään lisämekanismeja likviditeetin hallintaan ⁽¹⁾.

Unionin joukkolainarahastot: rahasto-omaisuuden keskiarvoluokitus

(prosentuaalinen osuus kokonaisvaroista, viimeisin havainto: Q4 2016)



Lähteet: Thomson Reuters Lipper, ESMA ja Standard & Poor's.

Huolimatta likviditeetin vähenemiseen perustuvasta lisääntyneestä riskinottoa koskevasta näytöstä joukkolainamarkkinoilla ⁽²⁾ yksityiskohtaisten tietojen puuttuminen yhteissijoitusyritysten varallisuudesta (esim. likviditeetistä) ja vastuista tarkoittaa sitä, että rahoitusvakaudelle aiheutuvaa riskiä ei voida arvioida kokonaisvaltaisesti. Yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöiden raportointivelvollisuuksia, kuten ne on esitetty suosituksessa D, tarvitaan tämän riskin merkittävyyden arviointiin. Tämä tarkoittaa yksityiskohtaisten ja yhdenmukaisten tietojen keräämistä ja vaihtamista. Jos analyysinäyttö kuitenkin osoittaa, että osa yhteissijoitusyritysten toimialasta altistuu merkittävälle likviditeettipäätasapainolle, suosituksen B soveltamisalan uudelleenarviointi voi olla tarpeellista, jotta sen piiriin voitaisiin ottaa jotkin tietyt yhteissijoitusyritysten tuotteet.

Vuodesta 2009 alkaen havaittu toimintamalli joissakin unionin joukkolainarahastoissa on ollut sijoitusten siirtäminen korkeammin luokitetuista matalammin luokitettuihin lainapapereihin ja samalla niiden salkkujen keston pidentäminen. Vaikka tämä muutos sijoitustavoissa on hidastunut viime vuosina, se tarkoittaa yhä sitä, että nämä rahastot ovat nyt alttiimpia joukkolainojen tuottojen muutoksille. Vähemmän likvidien sijoitussalkkujen ja pienempien käteisvarojen vuoksi joukkolainarahastojen on vaikeampaa tasapainottaa sijoitussalkkujaan suurten lunastustoi-meksiantomäärien jälkeen, ts. aiheuttamatta heijastusvaikutuksia joukkolainamarkkinoille.

⁽¹⁾ "IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration", kuulemisraportti, heinäkuu 2017.

⁽²⁾ "Shifting tides" – market liquidity and market-making in fixed income instruments, BIS, 2015.

FSB:n lausunnon⁽¹⁾ mukaan sijoitusrahastojen varallisuuden ja sijoitusstrategioiden tulisi olla yhdenmukaisia sijoitusrahaston osuuskien lunastuksia koskevien ehtojen kanssa sekä sijoitusrahaston alkamispäivänä että jatkuvasti sen toiminnan aikana (sekä uusissa että jo toimivissa sijoitusrahastoissa). Tässä tulisi ottaa huomioon varallisuuden odotettu likviditeetti ja sijoittajien käytös sekä normaaleissa että markkinahäiriöolosuhteissa.

Tätä aihealuetta koskevien lisäsäännösten tulisi olla yhdenmukaisia direktiivin 2011/61/EU mukaisen nykyisen kehyksen kanssa. Kehyksen mukaisesti sijoitusrahastolta edellytetään jo nyt sijoitusstrategian, likviditeettiprofiilin ja lunastuskäytäntöjen yhdenmukaistamista, ja siinä määrätään asianmukaisista likviditeetin hallinnan rajoista sekä stressitesteistä. Erityisesti nykyisen sääntelyjärjestelmän puitteissa AIF-rahastojen tulisi pystyä osoittamaan kansallisille toimivaltaisille viranomaisille, että niillä on käytössään asianmukaiset likviditeetin hallintajärjestelmät ja tehokkaat menettelytavat. Viimeaikaisen näytön perusteella EJRK on kuitenkin havainnut, että jotkut AIF-rahastot suorittavat yhä likviditeettitransformaatiota suuressa määrin⁽²⁾. Tämän vuoksi osoittamisen tekeminen pakolliseksi sijoitusrahastoille, jotka sijoittavat vähemmän likvideihin varoihin, edistäisi direktiivin 2011/61/EU tavoitteiden saavuttamista varmistamalla direktiivin yhtenäisemmän täytäntöönpanon. Se edistäisi tiettyjen toimenpiteiden käyttöä sijoitusrahastoissa, jotka sijoittavat vähemmän likvideihin varoihin, kuten sisäisten rajojen asettamista vähemmän likvideille varoille.

Merkittävää likviditeettitransformaatiota tulisi välttää. Jotkin jäsenvaltiot ovat sisällyttäneet kansalliseen lainsäädäntökehykseen tätä tarkoitusta varten laadittuja järjestelmiä määritelläkseen ehdot, joilla AIF-rahastot voivat hoitaa vähemmän likvidiksi katsottua varallisuutta, kuten kiinteistöjä tai lainoja. Lausunnossaan Euroopan parlamentille, neuvostolle ja komissiolle⁽³⁾ ESMA katsoi, että lainoja myöntävät AIF-rahastot tulisi perustaa suljetuiksi välineiksi, joilla ei ole oikeutta lunastaa osuuksia säännöllisesti. Muilla lainkäyttöalueilla on hyväksytty rakenteellisia toimenpiteitä, joilla ehkäistään pakkomyyntien riskiä, jota laajamittaiset lunastustoimeksiannot aiheuttavat. Esimerkiksi jos merkittävä osuus sijoitussalkusta on epälikvidi, suljettua toimintamuotoa vaaditaan yhteissijoitusvälineen hallussa olevien varojen luonteen vuoksi. Rahaston hoitajan tulisi tarjota sijoittajille mahdollisuutta vaatia takaisinmaksua AIF-rahaston elinkaaren aikana ainoastaan tiettyjen ehtojen täyttyessä. Tämän tulisi tapahtua määritellyin kiintein aikavälein, esimerkiksi Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksessa (EU) 2015/760⁽⁴⁾ säädetyllä tavalla.

Tässä suosituksessa ESMAa neuvotaan määrittelemään luettelo luonteeltaan vähemmän likvideistä varoista. Asetuksissa ei tällä hetkellä ole määritelmää likvideistä tai vähemmän likvideistä varoista (ks. laatikko 5), eikä tavoitteena ole tehdä ehdotusta niiden määrittelemiseksi, vaan sen sijaan edistää yhtenäistä lähestymistapaa direktiivin 2011/61/EU säännösten täytäntöönpanoa varten. Termi ”vähemmän likvidi” huomioi myös sen, etteivät varat ole juuri koskaan täysin epälikvidejä.

Luetteloa laatiessaan ESMAn tulisi kuulla EPV:tä ja EIOPAA toimialojen välisen yhdenmukaisuuden vuoksi. Viranomaisen määrittelemä varallisuus likvidiksi tai epälikvidiksi lähettää signaalin markkinaosapuolille. Lisäksi riippumatta siitä, kuka varoja myy (säännelty tai sääntelemätön taho, pankki tai muu kuin pankki), ostajien joukko on yleisesti sama markkinahäiriötilanteissa. Sääntelyn yhdenmukaisuus on sen vuoksi toivottavaa⁽⁵⁾.

Luettelon luonteeltaan vähemmän likvideistä varoista tulisi sisältää varat, joita ei voi muuttaa käteisvaroiksi helposti, nopeasti ja pienin tappioiden markkinahäiriötilanteissa. Varojen likviditeettianalyysissä tulisi ottaa huomioon muun muassa aika, joka vaaditaan kyseisten varojen likvidointiin markkinoiden stressitilanteissa ilman ison hinnanalennuksen hyväksymistä. Kootessaan luetteloa ESMAn tulisi ottaa huomioon erityisesti kiinteistöt, noteeraamattomat arvopaperit (sisältäen yksityiset osakkeet), lainat ja muut vaihtoehtoiset varat. Varoja, jotka normaaleissa markkinaolosuhteissa voidaan myydä ilman isojen hinnanalennusten hyväksymistä, ei tulisi sisällyttää luetteloon, koska tämän suosituksen tavoitteena on korjata rakenteellisia ongelmia, joiden aiheuttajana ovat luonteeltaan vähemmän likvidit varat.

⁽¹⁾ ”Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities”, Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmä, tammikuu 2017.

⁽²⁾ EJRK:n ”EU Shadow Banking Monitor”, marraskuu 2017.

⁽³⁾ ESMA, ”Key principles for a European framework on loan origination by funds”, huhtikuu 2016.

⁽⁴⁾ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukset (EU) 2015/760, annettu 29 päivänä huhtikuuta 2015, eurooppalaisista pitkäaikaissijoitusrahastoista (EUVL L 123, 19.5.2015, s. 98).

⁽⁵⁾ Viranomaisten välisen yhteistyön tarve tällaisissa asioissa näyttää olevan hyvin ymmärretty (esim. 46 artiklan 3 kohta ja 11 artiklan 15 kohta Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksesta (EU) N:o 648/2012, annettu 4 päivänä heinäkuuta 2012, OTC-johdannaisista, keskusvastapuolista ja kauppatietorekistereistä (EUVL L 201, 27.7.2012, s. 1), joissa säädetään riskien pienentämisen menetelmistä OTC-johdannaisopimuksille, joita ei ole määritelty keskusvastapuolella).

Mikäli sijoitusrahasto altistuu vähemmän likvideille varoille, rahaston hoitajalla voi olla mahdollisuus käyttää varakeinoja, jotka se voi ottaa käyttöön likviditeettiriskin hoitamiseksi⁽¹⁾. Tämän jälkeen hoitajien tulisi osoittaa asianmukaisille kansallisille toimivaltaisille viranomaisille sekä rahaston aloitusvaiheessa että jatkuvasti toiminnan aikana (ts. hyväksymismenettelyn piirissä olevien rahastojen osalta hyväksymisprosessin aikana ja sen jälkeen), että ne pystyvät noudattamaan sijoitusstrategiaansa kaikissa odotettavissa olevissa markkinaolosuhteissa. Ottaen huomioon kaikki sijoitusrahastoon sovellettavat säännökset ja noudattaen sijoituspolitiikkaansa rahastojen hoitajilla on eri tapoja varmistaa sijoitusstrategiansa ja sijoitusrahaston lunastusprofiilin välinen yhteneväisyys niin suunnitteluvaiheessa kuin toiminnan aikanakin⁽¹⁾. Näitä ovat muun muassa:

- välineen tyyppin valinta (esim. suljettu sijoitusrahasto, ELTIF)
- lunastusta koskevat toimintalinjat
- sijoituspolitiikka, johon sisältyvät sisäiset rajat luettelossa olevalle varallisuudelle, likvidit puskurivarat, hajauttaminen (vastuiden tai vastapuolten) ja rajat sijoitusrahaston koolle suhteessa markkinoihin
- likviditeetin hallinnan lisävälineiden käyttö
- likviditeettiriskin hallinnan prosessit, joihin kuuluvat esimerkiksi oleellisten kynnysarvojen määrittäminen, varallisuuden luokittelu likviditeettiluokkiin, sijoittajien keskittymisen valvonta ja odotetut lunastusmallit.

Sisäisten rajojen käytöstä tulisi erityisesti ilmoittaa kansallisille toimivaltaisille viranomaisille tällaisten sijoitusrahastojen toimintaa käynnistettäessä. Tämän jälkeen ilmoitus tulisi tehdä, mikäli rajat muuttuvat ja tietojen tulisi olla saatavilla valvojan pyynnöstä. ESMAn laadintavastuulla olevien ohjeiden perusteella tulisi ottaa käyttöön myös sijoittajille tiedottamista koskevat periaatteet.

Joissakin tapauksissa pienten rahastojen hoitajien voi olla kohtuuttoman työlästä osoittaa, että ne pystyvät pitautymään sijoitusrahaston sijoitusstrategiassa. Tämän vuoksi kansallisille toimivaltaisille viranomaisille tulisi jättää jonkinasteista harkintavaltaa sellaisen mekanismin suunnitteluun, jonka avulla AIF-rahastojen hoitajat voivat osoittaa pystyvänsä pitautymään sijoitusrahaston sijoitussuunnitelmassa. Kansallisten toimivaltaisten viranomaisten arvioinnissa voitaisiin esimerkiksi ottaa huomioon stressitestin tulokset.

Unionin lainsäädännössä ei ole yhtä yhtenäistä markkinoiden ”likviditeetin” määritelmää, jonka perusteella luettelo vähemmän likvideistä varoista voitaisiin koota. Kussakin lainsäädännön osassa likviditeettiä lähestytään eri tavalla, lain tarkoituksen mukaisesti (ks. laatikko 5). Kansallisella tasolla noudatetuista lähestymistavoista on esimerkki FCA:n kuulemisasiakirjassa, joka käsittelee epälikvidejä varoja ja avoimia sijoitusrahastoja⁽²⁾ ja jossa määritellään useita epälikvideille varoille yhteisiä piirteitä, joita ovat seuraavat:

- niillä ei käydä kauppaa järjestäytyneillä markkinoilla
- kysynnän ja tarjonnan välillä voi olla merkittävä epätasapaino
- on todennäköistä, että hintaa ja muita transaktion ehtoja koskevissa myyjän ja ostajan neuvotteluissa kuluu aikaa
- varallisuuden arvostaminen on monimutkainen prosessi
- fyysinen varallisuus ostetaan ja myydään tavallisesti kokonaisuudessaan
- näiden tekijöiden ja mahdollisten muiden vaikeuttavien tekijöiden kuten omistusoikeuden vapaata siirtoa koskevien rajoitusten vuoksi transaktioiden suorittamiseen kuluu usein pitkä aika.

Laatikko 5: Likviditeetti unionin lainsäädännössä

Direktiivissä 2007/16/EY säädetään sallituista varoista siten, että yhteissijoitusyritykset saavat sijoittaa pääasiallisesti likvideihin varoihin, ja siinä asetetaan erityisiä sääntöjä, jotka koskevat siirtokelpoisia arvopapereita, rahamarkkinavälineitä ja johdannaisia. Yleisellä tasolla siirtokelpoiset arvopaperit ja rahamarkkinavälineet voidaan katsoa likvideiksi, jos ne on hyväksytty säännellyille markkinoille ja niillä käydään kauppaa säännellyillä markkinoilla. Vähemmän likvidejä varoja ei määritellä suoraan, mutta ne katsotaan sijoituskohteeksi kelpaamattomiksi direktiivin 2009/65/EY mukaisesti. Tämä koskee etenkin fyysisiä hyödykkeitä ja kiinteistövarallisuutta.

⁽¹⁾ ”IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration”, kuulemisraportti, heinäkuu 2017.

⁽²⁾ FCA, ”Illiquid assets and open-ended investment funds” kuulemisasiakirja (DP 17/1), helmikuu 2017.

Likviditeetti on mainittu useissa muissa unionin säädöksissä, jotka on lueteltu alla.

- Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksessa (EU) N:o 909/2014 ⁽¹⁾ säädetään, että arvopaperikeskukset saavat sijoittaa ainoastaan käteisvaroihin tai erittäin likvideihin rahoitusvälineisiin, joihin liittyy minimaalinen markkina- ja luottoriski. Asetuksessa (EU) N:o 909/2014 ei kuitenkaan suoraan määritellä likviditeettiä, vaan siinä suositellaan, että ESMA, EPV ja EKPJ laativat luonnoksen teknisistä sääntelystandardeista, joissa määritellään erittäin likvideiksi katsottavat rahoitusvälineet.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1131 ⁽²⁾ rahamarkkinarahastoista sisältää viikkokohtaiset likviditeettikynnykset varoille, joiden voidaan katsoa tarjoavan päivittäistä ja viikoittaista likviditeettiä, vaikka likviditeettiä ei suoraan määritellä. Asetus (EU) 2017/1131 perustuu ajatukselle, että varojen aikainen erääntymispäivä auttaa varmistamaan, että sijoittajat saavat rahansa takaisin.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU ⁽³⁾ sisältää pohdinnan menetelmistä, joita on käytetty muiden kuin osakkeiden, kuten joukkolainojen, likviditeetin laskemiseen. ESMA harkitsi kahta vaihtoehtoista menetelmää likviditeetin laskemiseen, ts. väline välineeltä -lähestymistapaa (instrument-by-instrument approach, IBIA) ja rahoitusvälineiden luokkiin liittyvää lähestymistapaa (categories of financial instruments approach, COFIA). ESMA valitsi lopulta IBIA-lähestymistavan teknisiin sääntelystandardeihinsa joukkolainojen likviditeetin laskemista varten.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksessa (EU) N:o 575/2013 ⁽⁴⁾ likvidit varat määritellään luottolaitosten likviditeettipuskureita varten vapaasti siirtokehoiksi varoiksi, jotka voidaan muuntaa käteisvaroiksi yksityismarkkinoilla lyhyen ajan sisällä ja ilman merkittävää arvonmenetystä. Asetuksessa erotellaan varat, joilla on erittäin korkea likvidiys ja luottoluokka (tason 1 varat), ja varat, joilla on korkea likvidiys ja luottoluokka (tason 2 varat). Tason 1 varoihin kuuluvat käteisvarat, talletukset keskuspankissa, unionissa sijaitsevan valtion joukkovelkakirjalainat tai valtion takaamat joukkolainat, jotka täyttävät tietyt ehdot. Tason 2 varoihin kuuluvat kolmansien valtioiden joukkovelkakirjalainat ja julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemat joukkolainat, katetut joukkolainat sekä yritysainat niiden luottoluokan perusteella. Niihin sisältyvät myös korkeatasoiset arvopaperistamiset ja osakkeet, jotka muodostavat osan keskeisestä osakeindeksistä.

Yhdysvaltojen arvopaperi- ja pörssikomitean (SEC) lähestymistapa voi tarjota hyödyllisen perustan unionin oman menetelmän kehittämiseksi likviditeetin arvioinnissa ja luettelon laatimisessa vähemmän likvideistä varoista. SEC:n lähestymistavassa ei määritellä varallisuuden epälikvidiyyttä absoluuttisesti vaan siinä otetaan huomioon myös koko (esim. sijoitusrahaston hallussa oleva varallisuus). Ks. laatikko 6.

Laatikko 6: SEC:n yhdistetty likviditeettipistemäärä

SEC on käsitellyt likviditeettiä hiljattain tehdyssä päätöksessään ⁽⁵⁾ esittäen muutoksia avointen sijoitusrahastojen likviditeettiriskistä ilmoittamiseen. Päätöksessä esitetään uusi likviditeetin luokittelujärjestelmä, jossa sijoituksen likviditeetti määritetään sen perusteella, kuinka monta päivää sijoituksen muuntamisessa käteisvaroiksi kuluu muuttamatta sen markkina-arvoa merkittävästi. Tarkemmin sanottuna SEC ehdottaa sijoituksen määrittämistä epälikvidiksi, kun sijoitusrahasto ei voi kohtuullisesti katsoen odottaa myyvänsä sijoitusta seitsemän kalenteripäivän kuluessa aiheuttamatta merkittävää vaikutusta sen markkina-arvolle. Lisäksi SEC vaatii sijoitusrahastoa ottamaan huomioon positionsa koon sekä sijoituksen markkinoiden syvyyden määritellessään sijoituksen likvidiyyttä ja epälikvidiyyttä.

SEC:n päätöksen mukaan rahastojen hoitajien on arvioitava likviditeettiriskiä vähintään vuosittain useiden tekijöiden perusteella. Näitä tekijöitä ovat strategia, kassavirrat, käytettävissä olevat käteisvarat ja pörssilistattuihin rahastoihin liittyvät näkökohdat. Tällaisen arviointiprosessin perusteena on SEC:n huoli rasti ruutuun -ratkaisusta, joka voisi johtaa likviditeetin arviointiin tavalla, joka ei vastaa rahaston todellista kykyä myydä sijoitussalkkuaan (tai osia siitä) lunastusten kattamiseksi vaikuttamatta markkinoihin.

⁽¹⁾ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 909/2014, annettu 23 päivänä heinäkuuta 2014, arvopaperitoimituksen parantamisesta Euroopan unionissa sekä arvopaperikeskuksista ja direktiivien 98/26/EY ja 2014/65/EU sekä asetuksen (EU) N:o 236/2012 muuttamisesta (EUVL L 257, 28.8.2014, s. 1).

⁽²⁾ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1131, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, rahamarkkinarahastoista (EUVL L 169, 30.6.2017, s. 8).

⁽³⁾ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta (EUVL L 173, 12.6.2014, s. 349).

⁽⁴⁾ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 575/2013, annettu 26 päivänä kesäkuuta 2013, luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuusvaatimuksista ja asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta (EUVL L 176, 27.6.2013, s. 1).

⁽⁵⁾ <https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10233.pdf>

Lisäksi SEC vaatii sijoitusrahastoa ottamaan huomioon markkinoihin, kaupankäyntiin ja sijoitukseen liittyvät näkökohdat luokitellessaan sen salkun sijoitusten likviditeettiä, vaikkakaan se ei anna mitään yksityiskohtaisia tietoja näistä näkökohdista.

Esimerkiksi kauppaa käydään tavallisesti harvoin tietyillä kiinteätuottoisilla arvopapereilla. Tämä ei kuitenkaan välttämättä tarkoita, että arvopaperi on epälikvidi, joten sijoitusrahasto voi pystyä myymään sen suhteellisen nopeasti. Luotettavampia arvioita voidaan saada arvioimalla SEC:n ehdottamaa mittaustapaa ⁽¹⁾. Tämänäyttöiset likviditeetin yhdistelmäpisteetykset voivat sisältää tekijöitä, jotka perustuvat arvopaperin varallisuus-, markkina- ja sijoitussalkkuominaisuuksiin seuraavassa kuvatulla tavalla.

- Varallisuustekijät perustuvat varallisuuden rakenteeseen. Mitä vaikeampaa arvopaperin arvostaminen on ja mitä vähemmän se on standardien mukainen, sitä epälikvidimpi se tavallisesti on. Lisäksi jotkin kiinteätuottoisten tuotteiden ominaisuudet, kuten maturiteetti, luokitus ja liikkeeseenlaskupäivä, voivat vaikuttaa likviditeettiin.
- Markkinatekijät vaikuttavat varallisuuden liikkeeseenlaskuun ja jälkimarkkinoihin. Yleensä ottaen mitä enemmän on sellaisia markkinoita, joilla arvopaperilla voidaan käydä kauppaa, sitä likvidimpi se tavallisesti on. Markkinoiden laatuun liittyviin tekijöihin sisältyvät myös näiden markkinoiden osapuolten lukumäärä, monimuotoisuus ja laatu. Ne voivat liittyä myös kaupankäynnin kuluihin näillä markkinoilla ja riippua likvidointikuluista, kun toimitaan toisessa maassa ja eri valuutalla.
- Kaupankäyntiin liittyvät tekijät ovat arvoja, jotka liittyvät arvopaperin kauppahintoihin ja -määriin. Tarjous- ja pyyntihintojen jakaumia sekä kaupankäynnin määrää ja tiheyttä voidaan käyttää mahdollisen epälikvidiuden mittaamisessa. Määrään liittyvät historiatiedot voivat esimerkiksi toimia perusteena enimmäismäärän arviolle, jota voidaan käyttää kaupan markkinavaikutuksen arviointiin.
- Sijoitussalkkuun liittyvät tekijät ovat salkkukohtaisia arvoja. Sijoitusrahastojen tulisi ottaa huomioon niiden positioiden koko suhteessa päivittäiseen kaupankäynnin määrään ja liikkeessä olevaan määrään. Niiden tulisi kuitenkin myös ottaa huomioon omaisuuserien suhde muihin sijoitussalkun omaisuuseriin (esim. johdannaisiin). Epälikvidiys voi liittyä myös sijoitussalkun positioiden ryhmittymiseen – tämä voi aiheuttaa epälikvidiyttä, jos kaikki sijoitusrahaston hallussa olevat varat ovat hyvin samankaltaisia ja niillä käydään kauppaa samoilla markkinoilla.

Koska SEC:n lähestymistapa voi tarjota hyödyllisen perustan eurooppalaisen määritelmän rakentamiselle epälikvidiudesta, olisi toivottavaa, että unionin lähestymistapa olisi sen kanssa samankaltainen. Toimintalinjojen näkökulmasta katsoen yhdenmukaisuudesta olisi lisähyötyä, sillä jos unionin ja Yhdysvaltojen kehykset olisivat yleisesti ottaen samankaltaiset, niistä voisi muodostua tehokas kansainvälinen standardi sijoitusrahastojen epälikvidiuden arviointiin.

II.2.2 Tahattomat vaikutukset

Varapuolella hoitajien asettamat sisäiset rajat eivät poistaisi varhaisten rahastolunastusten etua täysin. Varhaiset poistajat voivat silti haluta siepata likvidit varat välttyäkseen jäämästä loukkuun epälikvidiin sijoitusrahastoon. Siinä määrin missä likvidien varojen saatavuus lisääisi luottamusta sijoitusrahaston kykyyn tehdä lunastuksia, sijoittajapakoon liittyvän riskin pitäisi kuitenkin kokonaisuudessaan vähentyä.

Sisäisen rajan toteuttaminen saattaisi haitata tarpeettomasti rahaston hoitajan mahdollisuutta käyttää likvidejä varoja lunastuksiin vastaamiseksi. Tällainen tilanne olisi esimerkiksi silloin, kun hoitaja ei voisi käyttää likvidejä varoja sisäistä rajaa ylittämättä. Tämän ongelman merkittävyys ei pidä kuitenkaan yliarvioida. Direktiivin 2011/61/EU yhteydessä rajan ylittäminen ei itsessään vaadi toimia AIF-rahaston hoitajalta, vaan se riippuisi tapauksen tiedoista ja olosuhteista sekä AIF-rahaston hoitajan asettamista vaihteluväleistä. Nämä toimisivat käynnistäjinä jatkoseurannan tai korjaavien toimenpiteiden aloittamiselle.

⁽¹⁾ SEC:n asiakirjassa luetellaan yhdeksän tekijää, joilla luokitellaan tietyn varallisuuden sijoitussalkkupositiot.

Huonoimmassa tapauksessa omaisuuserän lisääminen luetteloon voisi vahvistaa suhdanteita laukaisten omaisuuserän myynnin ja aiheuttaen hintaromahduksen. Hoitaja saattaisi joutua myymään omaisuuserän noudattaakseen uusia sisäisiä rajoja, tai ennakoita sijoittajien vastareaktiota ja täten käynnistäisi juuri sen ongelman, jota luettelon oli tarkoitus lieventää. Samalla tavalla omaisuuserän leimaaminen sen likviditeetin puutteen vuoksi voisi estää joitakin sijoitusrahastoja sijoittamasta siihen lainkaan, millä voisi olla vaikutuksia rahoitusmarkkinoiden toimintaan. Näistä syistä luettelon tulisi sisältää ainoastaan sellaiset omaisuuserät, jotka ovat luontaisesti vähemmän likvidejä. Tämän ominaisuuden pitäisi olla markkinaosapuolten tiedossa jo ennestään. Lisäksi luontaisesti vähemmän likvideihin omaisuuksiin sijoittavat osaivat jo odottaa, että hoitajilla on direktiivin 2011/61/EU mukainen lunastuskäytäntöjä vastaava sijoituspolitiikka. Myös siirtymäjärjestelyt ovat välttämättömiä, kun omaisuuserä lisätään luetteloon, jotta hoitajalla olisi riittävästi aikaa tehdä muutoksia ja välttää pakkomyynnit.

Vastuupuoolella lunastusten harventaminen todennäköisesti lisää kauppohenkilöstön määrää, mikä vaikuttaisi hintoihin markkinahäiriötilanteissa. Tasaisen ulosvirtauksen sijasta rahastolle kertyisi useita toimeksiantoja, jotka pitäisi suorittaa yhtä aikaa. Yksi vaihtoehto olisi ottaa käyttöön irtisanomisaikoja⁽¹⁾, joissa otettaisiin huomioon tarvittava kohde-etuksien odotettu myyntiaika. Toisena vaihtoehtona olisi jonotusjärjestelmä, jossa lunastustoimeksiantoja ei tarvitsisi suorittaa seuraavassa arvostuspisteessä sen jälkeen, kun hoitaja on hyväksynyt ne. Hoitaja voisi jo aikaisemmin laskea vaadittavan likviditeetin lunastustoimeksiantojen suorittamista varten ja aloittaa tarvittaessa sijoitusten myynnin. Tämä voisi vähentää riskiä, että transaktioita toteutetaan pakkomyyntihintaan.

Sääntelyarbitraasin riski tulisi myös ottaa huomioon. Riski koskee 1) suosituksen soveltamisalan ulkopuolelle jääviä sääntelemättömiä AIF-rahastoja ja 2) tapauksia, joissa rahaston hoitaja rekisteröi rahaston sijoitusrahastodirektiivin mukaisesti tavoitteenaan tehdä suuri sijoitus varallisuuteen, joka on luokiteltu luontaisesti vähemmän likvidiksi, mikäli tämä varallisuus katsottaisiin sallituksi varallisuudeksi yhteissijoitusyritykselle. Jälkimmäisessä tilanteessa sijoitusrahastoa koskisivat kuitenkin direktiivin 2009/65/EY säännöt, jotka ovat joitakin osin tiukemmat kuin direktiivin 2011/61/EU säännöt. Tämä pienentää kannustinta rekisteröidä rahastoja yhteissijoitusyrityksen alaisuuteen AIF-rahastoja koskevien rajoitusten välttämiseksi.

II.3 Suositus C – Stressitestaus

II.3.1 Taloudelliset perusteet ja tavoitellut vaikutukset

Mikrotason vakautta koskevien stressitestien tavoitteena on parantaa riskien ja sijoitussalkun hallintaa yksittäisen sijoitusrahaston ja rahaston hoitajan tasolla. Testeissä simuloidaan äärimmäisiä tai epäsuotuisia mutta mahdollisia talous- ja rahoitusolosuhteita, jotta voitaisiin tutkia niiden seurauksia sekä sijoitusrahaston arvonekehitykselle että sen kyvylle vastata lunastustoimeksintoihin myös alennetulla nettovarallisuusarvolla. Ne tuottavat tilannekohtaisia analyysejä, joista saadaan parempaa tietoa markkinaolosuhteiden mahdollisista muutoksista syntyvistä riskeistä, jotka vaikuttavat negatiivisesti hallittuihin sijoitussalkkuihin. Tavanomaisissa markkinaolosuhteissa stressitestit tunnistavat sijoitustuotteiden tai -strategioiden mahdolliset heikkoudet ja auttavat rahastojen hoitajia säätämään sijoitussalkun riskiä ja valmistautumaan toiminnallisesti häiriötilanteisiin. Häiriöajanjaksoina stressitestit tukevat kyseiseen häiriötilanteeseen mukautumista, häiriötilanteen hallintaa ja tiedottamista kriisinratkaisuviranomaiselle. Sellaisenaan stressitestit ovat riskienhallinnan ja päätöksenteon apuvälineitä.

Sijoitusrahastoilla on erilaisia ominaispiirteitä, jotka kaikki vaikuttavat kyseisen sijoitusrahaston likviditeettiriskin ja siten myös mielekkään stressitestin suunnittelemiseen sijoitusrahaston tasolla. Varapuolen ominaispiirteitä ovat esimerkiksi päämarkkinat ja välineet, sijoitusstrategia ja aikahorisontti, maantieteellinen keskittyminen, sijoitussalkun keskittyminen, sijoitussalkun kiertonopeus ja tyypillisten kauppohenkilöstön koko. Vastuupuolen ominaispiirteitä ovat sijoitusrahaston sijoittajapohja, joka voi muodostua joko vähittäissijoittajista tai yhteissijoittajista tai näistä molemmista, ja niillä kaikilla on omat sijoitussalkkurakenteensa ja likviditeettitarpeensa, mahdollisesti omat sääntelyvaatimuksensa (pankit, vakuutusyhtiöt ja eläkerahastot) ja sen vuoksi he toimivat sijoittajina erilaisin tavoin. Sijoittajatyypin keskittyminen sijoitusrahastossa on erityisen merkittävä asia, koska suuri keskittyminen voi johtaa suuriin samanaikaisiin lunastustoimeksiantojen määriin.

⁽¹⁾ Olisi huomattava, että irtisanomisajan käytöstä syntyy käytännön haasteita toimeksiannon ja sen toteuttamisen välisen viiveen vuoksi. Tämä kannustaisi erityisesti viitearvoja seuraavia rahastoja myymään mahdollisimman lähellä irtisanomisajan loppua maksimoidakseen arvonekehityksensä, vaikka tällä olisi negatiivisia markkinavaikutuksia.

Koska sijoitusrahastot ovat keskenään erilaisia, stressitestiskenaarioita varten ei ole pakollisia vaatimuksia. Tämän vuoksi stressitestauksen parametrit, soveltamisala, tiheys ja edistyneisyys vaihtelevat toimialan sisällä. Tästä huolimatta on olemassa joitakin mielekkäitä ja hyvin tunnettuja lähestymistapoja, jotka kattavat taseen molemmat puolet. Sijoitusrahaston vastuupuolen stressitestit ovat lunastusten simulaatioita. Näiden simulaatioiden kalibrointi perustuu tyyppillisesti vastuiden vakausanalyysiin, joka puolestaan riippuu sijoittajien tyyppistä ja vastuiden keskittymisestä. Simulaatioihin voidaan sisällyttää suurimpia sijoittajia koskevia historiallisia tai hypoteettisia lunastusskenaarioita, suurimpia koettuja lunastuksia vastaavia lunastuksia sekä markkinatrendien ja vertaisryhmien analyysijä. Stressitesteissä tulisi myös ottaa huomioon sijoitusrahaston varallisuuspuoli, mikä tarkoittaa sijoitusrahaston varallisuuden likviditeetin simuloimista erilaisissa markkinaolosuhteissa. Tässä simulaatiossa otetaan huomioon sijoitusrahaston kyky myydä varoja siten, ettei hintaan tule suuria muutoksia. Skenaariot voisivat sisältää tiettyjen välineiden tai markkinasegmenttien kaupankäynnin määrien pienenemisen (tappiot, jotka syntyvät osto- ja myyntihinnan välisen erotuksen kasvamisesta), arvioita yhden päivän mahdollisesta enimmäislikvidoinnista tai sijoitusrahaston varallisuuden tyyppikohtaisten likvidointien aikaperustaisia arvioita (esim. likviditeettiluokittain). Niissä tulisi myös ottaa huomioon markkinoiden ja likviditeettiriskin välinen vuorovaikutus tärkeimpien omaisuuserien osalta.

Yksittäisiin stressitestauskäytäntöihin liittyvän ohjeistuksen odotetaan vähentävän likviditeettiriskiä sekä sijoitusrahastojen että järjestelmän tasolla ja vahvistavan yhteisöjen kykyä hallita likviditeettiä sijoittajien etujen mukaisesti, millä voidaan vähentää odottamattomia lunastuskausia. Stressitestit ovat välineitä, joilla tuetaan käytössä olevien strategioiden analysointia. Testauksen tulisi tunnistaa sijoitusstrategian heikkouksia ja valmistaa rahastoa häiriötilanteisiin. Kun stressitestejä käytetään oikein riskinhallinnan ja päätöksenteon apuvälineinä, niiden tulisi vähentää likviditeettiriskiä sijoitusrahaston tasolla ja sitä kautta pienentää järjestelmän tason likviditeettiriskiä.

Ohjeistuksessa tulisi ottaa huomioon stressitestimenettelyjen puutteet, kuten EJRK:n stressitestauskäytäntöjä koskevassa kyselytutkimuksessa on osoitettu. ESMAn antamien ohjeiden mukaisesti yritysten tulisi olla tietoisia stressitestivaatimusten vähimmäistasosta ja niiden tulisi ottaa huomioon puutteet, jotka liittyvät liian pienten aliarvostusten soveltamiseen, stressitestauksen tiheyteen ja skenaarioiden suunnitteluun sekä historiatietojen analysoimattomaan käyttöön. Ohjeissa katsotaan, että stressitestien tiheys ja mallit tulisi määritellä sijoitusrahastokohtaisten ja yrityskohtaisten ominaisuuksien perusteella. Lisäksi ohjeiden tavoiteltu vaikutus on saada yritykset käyttämään stressitestiskenaarioiden suunnittelussa vakavuusastetta, jonka ne vähintäänkin todennäköisesti kohtaavat markkinoilla. Sijoitusrahastosektorin monimuotoisuuden vuoksi stressitestien moniulotteisuuden tulisi olla yhdenmukainen sijoitusrahastolle ominaisten riski- ja lunastusprofiilien kanssa pyrkimättä kuitenkaan stressitestiskenaarioiden liialliseen yhdenmukaisuuteen. Ohjeiden tulisi edistää tarkempaa ja asianmukaisempaa stressitestausta sijoitusrahaston tasolla ja hälventää epäilyksiä riskin tasosta järjestelmätasolla.

Suositus C on yhdenmukainen ESMalle asetuksessa (EU) 2017/1131 säädetyin velvoitteiden kanssa, joka koskee ohjeiden antamista rahamarkkinarahastojen stressitestauksesta. Kyseisen asetuksen mukaan ESMA on velvollinen antamaan ohjeet stressitestiskenaarioiden viiteparametreista.

Rahastojen hoitajien tulee suorittaa hallinnoimiensa sijoitusrahastojen stressitestit säännöllisesti. Stressitestausta vaaditaan niin yhteissijoitusyrityksiltä kuin AIF-rahastoiltakin, lukuun ottamatta vivutusta käyttämättömiä avoimia AIF-rahastoja tai tapauksia, joissa stressitestauksen on katsottu olevan yhteissijoitusyritykselle epäasianmukaista (direktiivin 2010/43/EU 40 artiklan 3 kohta, direktiivin 2011/61/EU 16 artiklan 1 kohta ja delegoidun asetuksen (EU) N:o 231/2013 48 artikla). Molemmissa sijoitusrahastotyypeissä stressitestit antavat rahastojen hoitajille mahdollisuuden arvioida likviditeettiriskiä nopeasti sekä tavanomaisissa että poikkeuksellisissa likviditeettiolosuhteissa. Direktiivissä 2011/61/EU säädetyin raportointikehyksen mukaisesti stressitestien tulokset täytyy ilmoittaa kansallisille toimivaltaisille viranomaisille ja näiden tietojen tulee olla ESMAn ja EJRK:n saatavilla. Asetuksessa (EU) 2017/1131 määrätään rahamarkkinarahastoille yksityiskohtaisista stressitestausvelvoitteista, jotka voisivat olla hyödyllisiä myös muille rahastoille.

Yhteissijoitusyritysten stressitestausvaatimukset ovat AIF-rahastojen vaatimuksia yleisluontoisemmat. Tämä heijastaa yhteissijoitusyritysten vara- ja vastuupuolien erilaisia ominaisuuksia (ts. määritelmiä sallituista varoista, joiden tulisi olla likvidejä, ja sijoittajapohjasta, joka muodostuu pääasiassa vähittäissijoittajista) sekä niitä koskevia erilaisia sääntelyvaatimuksia.

AIF-rahastojen stressitestausta koskevat säännöt määrittellään sitä vastoin yksityiskohtaisemmin delegoidussa asetuksessa (EU) N:o 231/2013.

- a) Stressitestien tulisi simuloida likviditeettivajetta ja epätyypillisiä lunastustoimeksiantoja. Stressitesteissä tulisi ottaa huomioon vähintään viimeaikaiset ja odotetut tulevat lunastustoimeksiannot ja analysoida aika, joka tarvitaan näihin toimeksiantoihin vastaamiseen. Stressitesteissä tulisi testata myös markkinatekijöitä, kuten vaihtokurssia, joka voi vaikuttaa AIF-rahaston hoitajan tai AIF-rahaston luottoprofiiliin. Lisäksi stressitestauksen lähestymistavassa tulisi ottaa huomioon arvostusten herkkyyden häiriötilanteissa.
- b) AIF-rahaston riskiprofiili, joka riippuu sijoitusstrategiasta, likviditeettiprofiilista, sijoittajatyypistä ja lunastuspolitiikasta, määrää stressitestauksen tiheyden vuotuisen vähimmäistiheyden perusteella. AIF-rahaston hoitajan tulisi toimia kaikkien AIF-rahaston sijoittajien etujen mukaisesti AIF-rahaston suunnittelussa ja likviditeetin hallinnan toimintalinjojen ja menettelyjen riittävyyden arvioinnissa, kun stressitestit osoittavat odotettua korkeampaa likviditeettiriskiä.

EJRK:n kyselytutkimus rahastojen hoitajien stressitestikäytännöistä osoitti, että useimmat unionin rahastojen hoitajat suorittavat stressitestausta säännöllisesti. Noin 93 prosenttia EJRK:n kyselytutkimukseen ⁽¹⁾ vastanneista rahastojen hoitajista testaa säännöllisesti kaikki hallittavana olevat sijoitusrahastot ja suorittavat lisästressitestejä (tai niillä on mahdollisuus tehdä niin), mikäli olennaisia muutoksia tapahtuu. Koska tutkimus kattoi erityyppisiä rahastoja ja rahastojen hoitajia, siinä myös paljastui merkittäviä eroja stressitestien tiheydessä, rahastojen hoitajien käyttämissä stressitestiskenaarioissa ja stressitestauksen moniulotteisuudessa (ks. luetelmakohdat alla):

- **Vaikka sijoitusrahastokohtaisten ominaispiirteiden tulisi pääasiassa määrätä stressitestausten tiheyden, vain harvat rahastojen hoitajat käyttävät sijoitusrahastokohtaisia tiheyksiä.** Sen sijaan he käyttävät yrityskohtaista tiheyttä, jota sovelletaan kaikkiin hallittuihin rahastoihin. Näin tapahtuu myös suurissa sijoitusyhtiöissä, jotka hoitavat useita erityyppisiä sijoitusrahastoja. Suuri osuus sijoitusrahastokohtaisia stressitestauksen tiheyksiä käyttävistä rahastojen hoitajista erottelee yhteissijoitusyritykset AIF-rahastoista sen sijaan, että he käyttäisivät eri tiheyksiä sellaisille sijoitusrahastoille, joiden sijoitussalkkujen rakenteet ovat erilaiset.
- **Suuri osuus rahastojen hoitajista käyttää useita erilaisia likviditeettiskenaarioita, jotka tyypillisesti edustavat vaihtelevia markkinaolosuhteita.** Stressitestin perusominaisuus on taustalla oleva skenaario, joka edustaa merkittävää markkinahäiriötilannetta. Käytettyjen stressiskenaarioiden vakavuus vaihtelee suuresti rahastojen hoitajien välillä. Joidenkin käytettyjen stressitestiskenaarioiden edustavuus markkinahäiriötilanteissa on erittäin kyseenalainen. Varapuolella jotkin sovelletuista aliarvostuksista ovat melko pieniä, minkä vuoksi ne ovat vähemmän asianmukaisia edustamaan merkittäviä muutoksia markkinalikviditeetissä. Vastuupuolella lunastuspainetta kokemattomien sijoitusrahastojen ei tulisi perustaa lunastusskenaarioitaan ainoastaan historiatietoihin.
- **Erityyppisten rahastojen hoitajien ja sijoitusrahastojen erojen mukaisesti käytettyjen stressitestiskenaarioiden moniulotteisuus vaihtelee suuresti rahastojen hoitajien välillä.** Osa rahastojen hoitajista käyttää ainoastaan hypoteettisia skenaarioita, joita ei ole perusteltu millään aineistoilla, kun taas osa käyttää edistyneitä tilastollisia menetelmiä sijoitusrahastokohtaisten skenaarioiden suunnitteluun. Tarkoituksenmukaisten likviditeettiskenaarioiden määrittely on luonnollisesti vaikeaa. Likviditeettiriskin mallintaminen on huomattavasti vaikeampaa kuin markkinariskin, josta on saatavilla runsain mitoin tietoa. Varapuolella likviditeettiprofiilin mallintaminen stressitilanteessa voi olla erityisen haastavaa, erityisesti sellaisten varojen osalta, joista transaktiotietoja ei ole helposti saatavilla (esim. kiinteätuottoiset välineet). Vastuupuolella sijoittajien käyttäytymisen ennakointi markkinahäiriötilanteissa ei ole yksinkertaista, sillä se riippuu useista eri tekijöistä, esim. yhteissijoittajien ja vähittäissijoittajien välisestä suhteesta tai heikosti ennakoivien sijoittajien osuudesta. Ongelma korostuu vielä enemmän yhteissijoitusyrityksissä, koska rahastojen hoitajilla on tavallisesti vain vähän tietoa yhteissijoitusyrityksen sijoittajaprofiileista. Sääntelynäkökohdat näyttävät olevan toisarvoisia skenaarioiden mallintamisessa. Stressiskenaariot suunnitellaan sen vuoksi omaisuuslajin vastuiden ja sijoitusrahastoon sovellettavan lunastusaikataulun mukaisesti.

⁽¹⁾ EJRK:n kyselytutkimuksen pääasiallisena tarkoituksena oli tarjota yleiskatsaus eurooppalaisten varainhoitajien stressitestauskäytäntöihin, jotta voitaisiin analysoida, missä määrin yksittäisten sijoitusrahastojen stressitestausta kattaa likviditeettistressin (ts. sijoitusrahaston kyvyn vastata suuriin lunastustoimeksiintojen määrin). EJRK:n kyselytutkimus kattoi 274 unionissa toimivaa rahastonhoitajaa ja sisälsi kysymyksiä, jotka koskivat varainhoitajien nykyisiä likviditeettiriskinhallinta- ja stressitestauskäytäntöjä.

Stressitestejä tulisi suorittaa eri olosuhteissa, kuten epätyypillisissä lunastustoimeksiannoissa ja varallisuuden hintojen epätyypillisessä vaihtelussa. Niissä voitaisiin ottaa huomioon myös muita tapahtumia, kuten vastapuolen maksukyvyttömyys tai muut riskitekijät (esim. poliittiset riskit). ESMAn tulisi opastaa, minkätyyppisiä skenaarioita sijoitusrahaston tulisi harkita stressitestejä suunnitellessaan. Skenaarioihin tulisi sisältyä skenaarioita, jotka perustuvat menneisiin hintamuutoksiin, sekä hypoteettisia skenaarioita. Historiallisissa skenaarioissa stressitestin parametrit mallintavat edellistä kriisiä, ja niiden avulla lasketaan vaikutus, joka sillä olisi ollut sijoitusrahastoon. Koska tulevat kriisit ovat todennäköisesti erilaisia kuin aikaisemmat kriisit ja koska aikaisempien kriisien tarkka mallintaminen on vaikeaa, stressitestausta ei saisi perustua pelkästään historiallisiin skenaarioihin. Hypoteettiset skenaariot voivat perustua talouden sokkeihin tai sijoittajien tai rahaston hoitajan toiminnan ominaispiirteisiin. Näiden hypoteettisten skenaarioiden mallin tulisi vastata rahastotyyppille ja rahaston strategialle ominaisia herkkyyksiä.

Käänteinen stressitestausta voisi täydentää stressitestauksen kokonaisuutta. Käänteisen stressitestauksen sisällyttämisestä voisi saada hyödyllistä tietoa sijoitusrahaston maksukyvyttömyyttä edeltävästä käyttäytymisestä. Se rajoittaa liiallista tukeutumista historiallisiin skenaarioihin ja mahdollisuutta hypoteettisten skenaarioiden suunnitteluun. Käänteinen stressitestausta voisi auttaa rahaston hoitajaa tutkimaan ja ymmärtämään haavoittuvuuksia kokonaisvaltaisesti sekä ratkaisemaan niihin liittyviä riskejä.

Stressitestausta tulisi ihannetapauksessa käyttää kaikissa rahaston elinkaaren vaiheissa aloittamisesta likvidointiin, sekä kaikissa sijoituspäätöksissä tällä välillä. Kun sijoitusrahasto on perustettu, stressitestausta tulisi käyttää sijoitusrahaston parametrien (esim. riskiprofiilin ja riskinsietokyvyn) asettamiseen ja määrittämiseen erityisesti likviditeetin ja taustalla olevan varallisuuden suhteen, sekä mahdollisten lunastusten tiheyden määrittämiseen myös markkinahäiriötilanteissa. Stressitestausta tulisi käyttää myös, kun harkitaan muutosten tekemistä sijoitusrahaston strategiaan, ehtoihin ja sijoituspäätöksiin. Laadittaessa sijoitusrahaston varautumissuunnitelmaa häiriötilanteita varten stressitestausta voidaan käyttää likviditeettiriskin eri hallintavälineiden analysoinnissa.

Stressitestauksen ajoituksen ja tiheyden tulisi heijastaa sijoitusrahaston ominaispiirteitä, kuten kokoa, sijoitusstrategiaa, taustalla olevia varoja, sijoittajaprofiilia ja mahdollisten lunastusten tiheyttä. Sijoitussalkussa, jonka kiertonopeus on suuri tai jonka sijoittajapohja vaihtuu nopeasti, likviditeettiprofiilin ja -riskin volatilititeetti on todennäköisesti korkeampi. Stressitestausta tulisi käyttää useammin tällaisissa olosuhteissa kuin silloin, kun sijoitusrahaston sijoittajapohja on vakaampi ja lunastusjaksot pidempiä.

Stressitestauksen tiheys voi riippua käytettyjen skenaarioiden tyyppistä. Historiallisten skenaarioiden rakentamiseen käytettyjä tilastollisia menetelmiä voidaan päivittää helposti uusilla tiedoilla ja stressitestauksen parametreilla. Koska tämä prosessi on usein mekaaninen, sitä voidaan käyttää useammin. Koska hypoteettiset skenaariot vaativat enemmän sijoitusrahastokohtaista, yksilöllistä sijoitusrahastoon vaikuttavien tekijöiden arviointia ja laajamittaisempaa analyysia, tämäntyyppisiä stressitestejä saatetaan suorittaa harvemmin.

Tämä suositus ei pyri kattamaan makrovakautta koskevaa stressitestausta. Makrovakauden stressitestausta on osallisuus, joka vaatii lisäkehittelyä. Tietojen ja mallintamisen rajoitteet estävät tällä hetkellä tällaisten mallien käytön tehokkaina valvontavälineinä. EJRK analysoi parhaillaan makrovakauden stressitestien roolia sijoitusrahastojen aiheuttamien rahoitusvakauden riskien arvioinnissa.

II.3.2 Tahattomat vaikutukset

Konkreettiset stressitestausta koskevat ohjeet voisivat samanlaistaa tai yhdenmukaistaa rahastojen hoitajien käyttäytymistä ja lopulta yhdenmukaistaa sijoitusrahastojen varallisuuden positiointia (yksipuolinen positiointi). Tämä voisi lisätä tulevaisuudessa laumakäyttäytymisen riskiä ja systeemistä rahoitusriskiä. Lisäksi lisäopastus voisi johtaa siihen, että varsinkin pienempien rahastojen hoitajat suorittaisivat enemmän stressitestejä, mikä lisäisi kustannuksia.

II.4 Suositus D – Yhteissijoitusten raportointi

II.4.1 Taloudelliset perusteet ja tavoitellut vaikutukset

Suositus D(1) – Yhteissijoitusyritysten ja niiden rahastoyhtiöiden raportointivelvollisuudet

Yhtenäisen raportointikehyksen puuttuminen jäsenvaltioiden tasolla estää tällä hetkellä yhteissijoitusyritysten rahoitusvakaudelle aiheuttamien riskien kokonaisvaltaista arviointia ja valvontaa. Vaikka useilla unionin lainkäyttöalueilla on säädetty yhteissijoitusyritysten raportointivelvollisuudesta, kyselytutkimuksen tulokset paljastavat, että raportointikäytännöissä on huomattavaa vaihtelua raportoinnin tiheydessä, yhteissijoitusyritysten raportoinnin soveltamisalassa ja raportoiduissa tiedoissa⁽¹⁾. Tämän seurauksena ei ole mahdollista koota ja seurata kansallisia tietoja esimerkiksi yhteissijoitusyritysten likviditeetti- ja vivutusriskien kehittymisestä unionin tasolla.

EKP:n sijoitusrahastoja koskevat tilastot ovat riittämättömiä varmistamaan yhteissijoitusyritysten likviditeetti- ja vivutusriskin kokonaisvaltaisen arvioinnin ja seurannan. Vaikka viranomaiset voivat EKP:n tilastojen avulla seurata euroalueen sijoitusrahastoalan kehityssuuntauksia käyttämällä tietoja taseen varojen ja vastuiden pääluokista, kuten maturiteettien jakautumisesta, niiden tiedot eivät riitä asianmukaisen riskiarvioinnin tekemiseen. Huomionarvoisinta on se, etteivät tiedot sisällä yksityiskohtaista tietoa rahoitusvälineitä koskevista kaupoista tai yksittäisistä vastuista, vaikka näitä tietoja tarvitaan yhteissijoitusyrityksen sijoitussalkun likviditeetin kehityksen asianmukaisessa arvioinnissa. Myöskään vivutuksen käytön suuntauksia ei voida seurata riittävästi, sillä saatavissa olevien tietojen perusteella voidaan laskea vain rahoitusvivutuksen käyttö (esim. ottolainan kautta). Kokonaisvaltaisempaa kuvaa vivutuksesta, johon sisältyisi myös vivutuksen käyttö johdannaisten kautta (ts. synteettinen vivutus), ei ole saatavilla. Lisäksi tällä hetkellä EKP:n tilastoissa ei erotella yhteissijoitusyrityksiä ja AIF-rahastoja, mikä olisi kuitenkin tärkeää riskien seurannan kannalta, koska nämä rahastot toimivat hyvin erilaisten sääntelyjärjestelmien puitteissa.

Yhdenmukaistetun yhteissijoitusyrityksiä koskevan raportointikehyksen perustaminen unionin tasolla voisi olla seurannan näkökulmasta tehokasta, ja se voisi myös vähentää nykyisen raportoinnin tehottomuutta sekä toimivaltaisten viranomaisten ja toimialan kustannuksia. Direktiivin 2011/61/EU tultua voimaan sekä kansalliset toimivaltaiset viranomaiset että AIF-rahastojen hoitajat ovat parantaneet teknistä kapasiteettiaan ja saaneet kokemusta kokonaisvaltaisesta direktiivin 2011/61/EU mukaisesta unionin tason raportointikehyksestä. Mikäli uutta yhteissijoitusyrityksiä koskevaa raportointikehystä rakennettaisiin nykyisten teknisten raportointijärjestelmien pohjalta, sekä toimivaltaiset viranomaiset että AIF-rahastoja ja yhteissijoitusyrityksiä hoitavat rahastojen hoitajat tai yhteissijoitusyrityksiä eri oikeudenkäyttöalueilla ja erilaisten raportointivaatimusten piirissä hoitavat rahastojen hoitajat hyötyisivät paremmasta raportoinnin synergiasta.

Perustettaessa yhteissijoitusyritysten raportointikehystä komission tulisi ottaa huomioon, että yhteissijoitusyritysten toimintaa säädellään tiukemmalla järjestelmällä kuin AIF-rahastoja. Yleisluontoisempi raportointikehys olisi riittävä yhteissijoitusyrityksiin liittyvien rahoitusvakaudelle aiheutuvien riskien asianmukaisessa seurannassa.

Komission tulisi myös ottaa huomioon muut käynnissä olevat hankkeet, joilla voi olla vaikutusta tällaiseen yhdenmukaistettuun raportointiin. Komission tulisi ottaa huomioon ESMAn ja kansallisten toimivaltaisten viranomaisten osuus raportoinnissa sekä mahdolliset uudet tai muutetut vivutustoimenpiteet, joita IOSCO parhaillaan kehittää. Lisäksi rahamarkkinarahastoista annetun asetuksen (EU) 2017/1131 raportointivaatimukset tulisi myös ottaa huomioon.

Likviditeettiominaisuuksia koskevat yksityiskohtaiset raportointivaatimukset helpottaisivat yhteissijoitusyritysten likviditeettitransformaatiosta ja -epätasapainosta aiheutuvien mahdollisten järjestelmäriskien seurantaa. Yhteissijoitusyritysten sallittuihin varoihin sovelletaan yksityiskohtaisia sääntöjä, ja tästä syystä ne sijoittavat yleensä likvidimpeihin varoihin, vaikka tietyt yhteissijoitusyritykset voisivat sijoittaa myös vähemmän likvideihin omaisuusluokkiin, kuten tietyntyyppisiin joukkolainarahastoihin (kehittyvien markkinoiden rahastot tai korkeatuottoiset joukkolainat). Koska yhteissijoitusyritysten lunastusten tiheyteen sovelletaan vain vähäisiä vaatimuksia, tästä voi muodostua myös suurempi likviditeettiriski. Nykyisessä lainsäädäntökehityksessä näihin yhteissijoitusyrityksiin liittyy mahdollinen tietoaukko, sillä niiden ei tarvitse raportoida kansallisille toimivaltaisille viranomaisille samalla tavoin kuin AIF-rahastojen. Nykyisen raportointikehyksen soveltamisala ei näin ollen ole kattava (direktiivi 2011/61/EU vs. direktiivi 2009/65/EY) eikä se sisällä yhdenmukaisia likviditeettiriskin indikaattoreita, jotka ovat mielekkäitä sekä helppoja muodostaa ja tulkita. Tämä on erityisen tärkeää kehityssuuntauksien seurannassa makrovakauden näkökulmasta ja yksilöllisten toimenpiteiden keräämisessä toimialalta ja eri oikeudenkäyttöalueilta.

⁽¹⁾ Esimerkiksi Luxemburgin rahoituspalvelujen valvontaviranomainen (Commission de Surveillance du Secteur Financier – CSSF) otti käyttöön yhteissijoitusyritysten riskiraportointia koskevan vaatimuksen vuoden 2016 alussa ja pyysi yhteissijoitusyritysten toimialaa raportoimaan puolivuositain useisiin eri riskitekijöihin, kuten vivutukseen, vastapuoliriskiin, luottoriskiin ja likviditeettiriskiin, liittyvistä tiedoista. Lisätietoa on osoitteessa <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/>

Jotta yhteissijoitusyritysten likviditeetin epätasapainoa voitaisiin seurata, yhteissijoitusyritykset tulisi velvoittaa raporttoimaan sekä varoja että vastuuta koskevista tiedoistaan. AIF-rahaston hoitajan on raportoitava AIF-rahaston likviditeettiprofiiliin liittyvistä tiedoista, joista saadaan hyödyllistä tietoa AIF-rahaston sijoittamien varojen likviditeetin arvioinnista (joka on AIF-rahaston hoitajan tekemä) sekä sen sijoittajapohjan rakenteesta. Tätä tulisi käyttää myös yhteissijoitusyritysten raportoinnin perusteena ja sitä tulisi täydentää tiedoilla yhteissijoitusyritysten käytössä olevien likviditeetin hallinnan välineiden käytöstä. Muut raportoitavat tiedot voisivat sisältää tietoa esimerkiksi aiempien lunastusten suuruudesta.

Muiden tietojen kerääminen helpottaa näiden yhteissijoitusyritysten rahoitus- tai järjestelmäriskille mahdollisesti aiheuttamien vaikutusten kokonaisvaltaista arviointia. Erityisenä mielenkiinnon kohteena on vivutuksen lähde, jonka avulla voidaan tehdä asianmukainen arvio esimerkiksi yhteissijoitusyrityksen vivutukseen liittyvistä riskeistä. Yhteissijoitusyritysten tulisi myös antaa tietoja muun muassa sijoitusstrategiasta, kaupankäyntivälineistä ja yksittäisistä vastuista, markkinariskiprofiilista, vastapuoli- ja luottoriskiprofiilista sekä likviditeettiriskiprofiilista. Nämä tiedot voisivat antaa viitteitä pakkomyyntien riskistä, vastapuolten keskittymisestä ja koko talousjärjestelmän sisäisistä sidoksista. Tämän tulisi sisältää myös johdannaispositioiden luokat sekä tekniikat ja välineet, kuten takaisinostosopimukset tai arvopaperilainausjärjestelyt. Direktiivissä 2011/61/EU on säädetty hyvin samanlaisista raportointivaatimuksista, joita voitaisiin täydentää yhteissijoitusyrityskohtaisilla tekijöillä, kuten tehokkaalla sijoitussalkun hallinnalla. AIF-rahaston hoitaja on velvollinen antamaan tiedot AIF-rahaston sijoituskohteiden riskiprofiilista ja omaisuuserien pääluokista, kuten johdannaisbruttopositioista sekä lyhyistä ja pitkistä positioista. AIF-rahastojen hoitajilta vaaditaan myös tiedot käteislainojen lähteistä ⁽¹⁾.

Merkittävä osa yhteissijoitusyrityksistä soveltaa strategioita, joissa vivutus – myös synteettinen vivutus – on ainoastaan epäsuorasti rajoitettua. Mitä tulee rahoitusvivutuksen käyttöön arvopapereilla toteutettavilla rahoitustoimilla tai synteettisen vivutuksen käyttöön johdannaisvastuiden kautta, yhteissijoitusyritykset voivat muodostaa vastuuta – sijoitusasteen mittauksella laskettuna – korkeintaan niiden nettovarallisuusarvoa vastaavasta määrästä (ks. laatikko 1b). Direktiivin 2009/65/EY mukaisesti jäsenvaltiot voivat kuitenkin myös antaa yhteissijoitusyrityksille luvan laskea kokonaisriskinsä value-at-risk-menetelmällä tai muulla edistyneellä riskienmittausmenetelmällä sijoitusasteen mittauksen sijasta ⁽²⁾. Näissä sijoitusrahastoissa vivutuksen käyttö on rajoitettua vain välillisesti sijoitusrahaston markkinariskiä koskevien rajoitusten kautta ⁽³⁾. Niinpä *absoluuttista* value-at-risk-menetelmää käyttäviä rahastoja sitoo absoluuttinen VaR, joka on ainoastaan 20 prosenttia nettovarallisuusarvosta. Niitä sijoitusrahastoja, jotka käyttävät puolestaan *suhteellista* value-at-risk-menetelmää, sitoo ainoastaan kaksinkertainen tappioriski verrattuna vastaavaan vivuttamattoman salkun value-at-risk-malliin. On myös tärkeää huomata, että nämä value-at-risk-menetelmät mahdollistavat korkeamman vivutuksen tason, kuin mitä sijoitusasteen mittausta käyttävä lähestymistapa mahdollistaisi riippuen taustalla olevien varojen volatiliiteetista. EJRK:n kyselytutkimus, joka kattoi 11 unionin oikeudenkäyttöaluetta, viittaa siihen, että value-at-risk-menetelmää kokonaisriskin laskemiseen käyttävät yhteissijoitusyritykset muodostavat 27–50 prosenttia unionin yhteissijoitusyrityssektorista nettovarallisuusarvolla mitattuna.

Tavoitteena tulisi olla, että kaikki yhteissijoitusyritykset ja AIF-rahastot raportoisivat vivutuksesta yhdenmukaisesti, ja tämän tulisi tukea niiden unionin sijoitusrahastosektorin sijoitusrahastojen seurantaa, joita vivutusrajat eivät koske. FSB suosittelee, että viranomaiset keräävät tietoja sijoitusrahastojen vivutuksesta, seuraavat vivutuksen käyttöä niissä sijoitusrahastoissa, joita vivutuksen rajat eivät koske tai joista aiheutuu merkittävää vivutukseen liittyvää riskiä rahoitusjärjestelmälle, ja ryhtyvät toimiin tarvittaessa. Samaan aikaan IOSCOa on pyydetty tunnistamaan ja/tai kehittämään johdonmukaisia sijoitusrahastojen vivutukseen liittyviä mittauksia, joiden avulla voidaan seurata paremmin vivutusta rahoitusvakaudessa, ja auttaa varmistamaan, että sijoitusrahastoja voidaan vertailla suoraan maailmanlaajuisesti vuoden 2018 loppuun mennessä ⁽⁴⁾. Lopullisena päämääränä pitäisikin olla vivutusta koskeva yhtenäinen raportointi, joka on yhdenmukaista IOSCON tunnistamien tai kehittämien vivutustoimenpiteiden kanssa. Yhteissijoitusyritysten raportointikehityksen yhtenäistämistä sekä AIF-rahastojen direktiivin 2011/61/EU mukaista vivutusta koskevaa raportointia tulisi kehittää tämäsuuntaisesti, ja sen tulisi helpottaa vivutusta käyttävien sijoitusrahastojen seurantaa unionin sijoitusrahastosektorilla kokonaisuudessaan. Komission tulisi tästä syystä kehittää unionin laajuinen kaikkia yhteissijoitusyrityksiä ja AIF-rahastoja koskeva yhtenäistetty kehys ja ottaa siinä huomioon kansainvälinen ulottuvuus sekä tavoite kehittää yhtenäisiä lähestymistapoja vivutuksen eri laskentamenetelmiin (nimellis-, brutto- ja sijoitusasteen mittausten menetelmät). Tämä helpottaisi myös yhteissijoitusyritysten vivutuksen seurantaa, sillä niitä koskevat vain välilliset vivutuksen rajoitukset.

⁽¹⁾ Ks. esim. delegoidun asetuksen (EU) N:o 231/2013 liite IV.

⁽²⁾ Ks. esim. direktiivin 2010/43/EU 41 artiklan 3 kohta.

⁽³⁾ Ks. Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitean (taso 3) ”Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS”, 28. heinäkuuta 2010.

⁽⁴⁾ Ks. suositukset 10 ja 11 FSB:n suosituksista ”Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities”, tammikuu 2017.

Vivutuksesta raportointi sijoitusasteen mittaamenetelmällä direktiivin 2011/61/EU mukaisesti edellyttäisi, että yhteissijoitusyritykset lisäävät nettovarallisuusarvonsa vastuihinsa, jotka on mitattu yhteissijoitusyritysten sijoitusasteen mittaamenetelmällä. Tällä hetkellä vastuiden laskemisessa sijoitusasteen mittaamenetelmällä on pientä eroavaisuutta direktiivien 2009/65/EY ja 2011/61/EU välillä. Direktiivissä 2011/61/EU säädetään, että AIF-rahastojen tulee laskea sijoitusaste kaikkien positoiden absoluuttisena summana, kun taas yhteissijoitusyritysten tulee laskea ainoastaan vivutuksen muodostama lisäriski (ks. taulukko 3). Koska yhteissijoitusyrityksillä ei ole lupaa lainata vakuudettomia käteisvaroja sijoitustarkoituksiin ja arvopapereilla toteutettavien rahoitustoimien ja johdannaisten muodostamien vastuiden laskemisen säännöt muistuttavat direktiivissä 2011/61/EU annettuja sääntöjä, yhteissijoitusyritysten sijoitusasteen mittaamenetelmä voidaan yhdenmukaistaa direktiivin 2011/61/EU kanssa vaatimalla yhteissijoitusyrityksiä lisäämään nettovarallisuusarvonsa vastuihinsa.

Tässä yhteydessä uuden yhteissijoitusyritysten raportoinnin tulisi kattaa myös niiden stressitestausta koskeva raportointi. Sen tulisi sisältää standardoitujen yhden muuttujan stressitestien tulosten raportointi ja tiedot rahastojen hoitajien omista stressitestiskenaarioista ja asianmukaisista tuloksista.

Taulukko 3

Sijoitusrahaston vastuiden laskeminen sijoitusasteen mittaamenetelmällä

	AIFMD	UCITS	
	Nykyinen laskenta		Suosittelut muutokset
Vastuiden määritelmä	Kaikkien positioarvojen absoluuttinen summa	Johdannaisten käytön kautta syntynyt lisäriski ja vivutus	Nettovarallisuusarvojen lisääminen
Rahoitusvivutus	Käteislainojen uudelleenkäyttö		
	Realisoidun sijoituksen markkina-arvosta tai lainattujen käteisvarojen kokonaissummasta suurempi	Vakuudettomien käteisvarojen lainaaminen sijoitustarkoituksiin ei ole sallittua	Ei mitään
	Arvopapereilla toteutettavat rahoitustoimet		
	Saadun vakuuden (mukaan lukien käteisvarat) markkina-arvo uudelleen sijoittaessa	Saadun vakuuden (mukaan lukien käteisvarat) markkina-arvo uudelleen sijoittaessa	Ei mitään
Synteettisen vivutuksen nettoarvo	Johdannaiset		
	Vastaavan taustalla olevien varojen position markkina-arvon summa, kun nettoutus- ja suojausjärjestelyt on otettu huomioon	Vastaavan taustalla olevien varojen position markkina-arvon summa, kun nettoutus- ja suojausjärjestelyt on otettu huomioon	Ei mitään

Suositus D(2) – Yhteissijoitusyritysten ja niiden rahastoyhtiöiden raportointivelvoitteiden tiheys ja kattavuus

Suosituksessa D1 mainitut tiedot tulisi raportoida vuosineljänneksittäin riittävästä ja rahoitusvakauden kannalta asiaankuuluvasta osasta yhteissijoitusyrityksiä ja niiden rahastoyhtiöitä. Sijoitusrahaston sijoitussalkun koostumus, sijoitussalkun likviditeetti ja vivutuksen käyttö (erityisesti johdannaisten käytön kautta tapahtuva) voivat muuttua merkittävästi lyhyellä aikavälillä. Tämän vuoksi vähintään vuosineljänneksittäin tehtävä raportointi on tarpeen, jotta rahoitusvakauden riskejä voitaisiin seurata riittävässä määrin ja niiden kehittymiseen voidaan tarvittaessa reagoida. Yhteissijoitusyritysten ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöiden erilaisten sijoitusstrategioiden ja kokoluokkien vuoksi yksittäiset sijoitusrahastot tai sijoitusrahastoryhmät voivat vaikuttaa järjestelmäriskiin todennäköisesti eri laajuudessa. Rahoitusvakauden näkökulmasta seurannan kannalta olisi asianmukaista, että riittävä osa yhteissijoitusyrityksistä ja niiden rahastoyhtiöistä raportoi vuosineljänneksittäin, sillä se rajoittaisi samalla toimialan raportoinnin kokonaistaakkaa.

Raportointivelvollisuuden piiriin kuuluviin yhteissijoitusyrityksiin tulisi sisältyä vähintään ne yhteissijoitusyritykset, jotka käyttävät value-at-risk-menetelmää kokonaisriskinsä mittaamiseen. Koska nämä yhteissijoitusyritykset harjoittavat johdannaiskauppaa, niiden sijoitusstrategiat ovat yleisesti moniulotteisempia ja niiden vivutuksen taso voi olla huomattava. Näiden yhteissijoitusyritysten lisäksi komission tulisi ottaa huomioon myös muita ominaispiirteitä, kuten hoidettavana olevien varojen määrä ja mahdollisesti sijoitusstrategia ja likviditeettiprofilin siten, että olennainen osuus yhteissijoitusyrityksistä ja niiden rahastoyhtiöistä raportoi vuosineljänneksittäin.

Kehityssuuntauksien tehokas seuranta ja rahoitusvakauden riskien mahdollinen kertyminen yhteissijoitusyritysten alalla yleisemmin vaatisi, että riittävä osa kaikista yhteissijoitusyrityksistä ja niiden rahastoyhtiöistä raportoi riittävän osan tiedoista vähintään vuosittain. Vuosittaisen raportoinnin käyttöönotto riittävälle osuudelle yhteissijoitusyritysten toimialasta yhdessä AIF-rahastoista saatavien tietojen kanssa mahdollistaisi yleisten kehityssuuntauksien seurannan koko unionin sijoitusrahastosektorilla. Olisi huomioitava, että vuosittainen raportointi olisi direktiivissä 2011/61/EU säädetyn raportoinnin vähimmäistiheyden mukainen. Tämä varmistaisi, että sijoitusrahastojen toimialaan liittyvää rahoitusvakauden riskiä seurattaisiin sekä yhteissijoitusyritysten että AIF-rahastojen osalta vähintään kerran vuodessa. Tämä mahdollistaisi myös mielekkäiden vertailujen tekemisen yhteissijoitusyritysten ja AIF-rahastojen kehityssuunnista eri aikoina ja mahdollistaisi sellaisten rakenteellisten muutosten tunnistamisen, joilla voi olla vaikutusta järjestelmäriskin lisääntymiseen.

Komissiota neuvotaan ottamaan huomioon yhteissijoitusyritysten ja niiden rahastoyhtiöiden hoidettavana olevat kokonaisvarat päättäessään siitä, minkä yhteisöjen tulisi kuulua vuotuisen raportointivelvollisuuden piiriin. Hoidettavana olevien varojen käyttö raportointivaatimusten määrittelyssä on yhdenmukaista nykyisten AIF-rahastojen hoitajien raportointivaatimuksista päättämisen käytäntöjen kanssa. Komissio voi ottaa huomioon myös muita ominaispiirteitä, kuten yhteissijoitusyrityksissä käytettävän vivutuksen, kokonaisriskin laskemiseen käytetyn menetelmän ja yhteissijoitusyrityksen sijoitusstrategian määriteltäessä vuosittaisen raportointivelvollisuuden piiriin kuuluvia yhteisöjä.

Direktiivin 2011/61/EU mukaisia AIF-rahastojen hoitajien raportointitiheyksiä voidaan käyttää vertailukohtana määritettäessä yhteissijoitusyritysten ja niiden rahastoyhtiöiden raportointitiheyksiä kolmeen luokkaan (neljännesvuosittain, vuosittain tai ei raportointivelvollisuutta). Toimiluvan saaneiden ⁽¹⁾ unionin AIF-rahastoja hallitsevien AIF-rahastojen hoitajien (samalla tavalla kuin yhteissijoitusyritysten ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöiden, joilla tulee olla toimilupa ja kotipaikka EU:ssa) nykyiset raportointitiheydet voidaan tiivistää seuraavasti:

- AIF-rahastoja hallinnoivat hoitajat, joiden hallittavana olevien varojen kokonaissumma jää alle 100 miljoonan euron kynnyksen, voivat valinnaisesti hankkia toimiluvan ja raportoida tiedot sekä hoitajan tasolla että AIF-rahaston tasolla vuosittain;
- jos AIF-rahaston hoitajan hallinnoitavana olevat kokonaisvarat ylittävät 100 miljoonan euron rajan, mutta hallittavana olevat kokonaisvarat jäävät alle 1 miljardin euron rajan, sijoitusrahaston hoitajalla on puolivuositainen raportointivelvollisuus sekä hoitajan tasolla että AIF-rahaston tasolla, lukuun ottamatta niitä rahastoja joiden hallittavana olevien varojen kokonaissumma on yli 500 miljoonaa euroa;
- jos AIF-rahaston hoitajan hallittavana olevien varojen kokonaissumma ylittää 1 miljardin euron rajan, AIF-rahaston hoitajalla on neljännesvuositainen raportointivelvollisuus sekä hoitajan tasolla että AIF-rahaston tasolla.

⁽¹⁾ "Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3)(d) and 24(1), (2) and (4) of the AIFMD" (ESMA/2014/869EN). On syytä ottaa huomioon, että edellä esitetty tiivistelmä ei käsittele niiden AIF-rahastojen raportointivaatimuksia, jotka sijoittavat listaamattomiin yrityksiin ja liikkeeseenlaskijoihin määräysvallan hankkimiseksi. Tämä sijoitusstrategia ei ole yhteissijoitusyritysten käytettävissä.

Komissio voi tehdä yhteistyötä ESMAn ja kansallisten toimivaltaisten viranomaisten kanssa määrittääkseen järkevän lähestymistavan yhteissijoitusyritysten ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöiden luokitteluissa asianmukaisiin raportointiluokkiin. Yhteistyö ESMAn ja kansallisten toimivaltaisten viranomaisten kanssa tarjoaa mahdollisuuden saada tietoa aikaisemmista direktiivin 2011/61/EU mukaisiin raportointeihin liittyvistä kokemuksista, kun yhteissijoitusyrityksille ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöille kehitetään raportointikehystä. Tätä tehtävää suorittaessa tulisi ottaa huomioon, että komissio voi yhteistyössä ESMAn ja kansallisten toimivaltaisten viranomaisten kanssa tarkastella rahoitusvakauden riskien seurannan ohella myös muita tavoitteita (esim. sijoittajien suoja), jotka voivat vaatia raportointia useammin. Järjestelmän perustamisen jälkeen yhteissijoitusyritysten ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöiden raportointia tulisi tarkastella tietyn ajan kuluttua täytäntöönpanosta soveltamisalan ja tiheyden arvioimiseksi.

Komission tulisi tavoitella oikeanlaista tasapainoa lisääntyneestä riskien seurannasta saatavan hyödyn maksimoinnin ja uusien raportointivaatimusten synnyttämien kustannusten minimoinnin välillä. Pitemmällä aikavälillä kaikki oikeudenkäyttöalueet todennäköisesti hyötyvät yhteissijoitusyritysten raportointikehystä, joka vastaa direktiivin 2011/61/EU mukaista jo käytössä olevaa raportointikehysten teknistä raportointijärjestelmää ja sen asetuksia. Lyhyellä aikavälillä yhteissijoitusyritysten ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöiden siirtyminen uuteen raportointitapaan aiheuttaisi kuitenkin kustannuksia sekä sijoitusrahastoalalle että valvontaviranomaisille. Toimivaltaisten viranomaisten kustannukset todennäköisesti vaihtelevat siten, että niillä oikeudenkäyttöalueilla, joilla ei tällä hetkellä ole raportointivollisuutta, kustannukset ovat suurimmat. Toimialalla uuden yhdenmukaistetun yhteissijoitusyritysten raportointikehysten kustannukset todennäköisesti vaihtelevat merkittävästi yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöiden välillä. Esimerkiksi rahastojen hoitajille, jotka hallinnoivat useilla eri oikeudenkäyttöalueilla toimivia yhteissijoitusyrityksiä, syntyy alkuvaiheessa joitakin lisäkustannuksia, vaikka niiden raportoinnin kokonaistehokkuus paranee ja kustannukset pienenevät verrattuna nykytilanteeseen, jossa eri oikeudenkäyttöalueiden raportointijärjestelmät ja -vaatimukset ovat erilaisia. Samalla tavalla rahastoyhtiöille, jotka hallinnoivat sekä yhteissijoitusyrityksiä että AIF-rahastoja, syntyy ainoastaan pieniä kerta-luontoisia kustannuksia, ja ne voivat raportoida yhteissijoitusyrityksistä AIF-rahastoja varten jo olemassa olevilla raportointijärjestelmillä ja -asetuksilla. Pienille yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöille, jotka hoitavat yhteissijoitusyrityksiä ainoastaan yhdellä oikeudenkäyttöalueella, syntyy todennäköisesti suurimmat lyhyen aikavälin kustannukset uudesta yhteissijoitusyritysten raportointijärjestelmästä. Tehokkuuden lisääntyessä kustannukset jäävät kuitenkin parhaimmillaan pieniksi verrattuna nykyiseen raportointitilanteeseen. Uuteen riskeistä raportointiin sisältyy hallinnollisia lisäkustannuksia ja säännösten noudattamisesta aiheutuvia kustannuksia, jotka liittyvät raportointijärjestelmän käytön aloittamiseen, sekä määrääjain toistuvia kustannuksia raporttien tuottamiseen. Nämä lisäkustannukset voivat puolestaan johtaa mitta-kaavaetuihin ja mahdollisesti vaikuttaa toimialan rakenteeseen.

Suositus D(3) – Yhdenmukaistettu raportointi ja tiedonvaihto

Kansallisilta toimivaltaisilta viranomaisilta tulisi vaatia yhteissijoitusyritysten ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöiden raportointien tietojen jakamista muiden unionin viranomaisten, ESMAn ja EJRK:n, kanssa. Pakollinen tietojen jakaminen helpottaa kollektiivisen analyysin tekemistä yhteissijoitusyritysten mahdollisesta järjestelmäriskille aiheuttamasta vaikutuksesta ja mahdollistaa yhtenäisen reagoinnin. Lisäksi yksi tai useampi yhteissijoitusyritys voi jossakin vaiheessa muodostua tärkeäksi vastapuoliriskin lähteeksi luottolaitokselle tai muulle järjestelmän kannalta merkittävälle laitokselle yhdessä tai useammassa jäsenvaltiossa. Tämä edelleen korostaa, miten tärkeä asianmukainen kehys raportoitujen tietojen jakamiseksi muiden viranomaisten kanssa olisi.

Komissiota neuvotaan soveltamaan nykyisiä tietojen jakamista koskevia direktiivin 2011/61/EU mukaisia säännöksiä ja käytäntöjä uuteen yhteissijoitusyritysten raportointikehykseen⁽¹⁾. Direktiivin 2011/61/EU mukaisesti kansallisten toimivaltaisten viranomaisten on jaettava AIF-rahastojen hoitajista ja AIF-rahastoista kerätyt tiedot muiden viranomaisten, ESMAn ja EJRK:n, kanssa. Direktiivin 2011/61/EU perusteella kerättyjen tietojen vaihto ESMAn ja EJRK:n välillä perustuu puolestaan yhteistyöpöytäkirjaan. Kansalliset toimivaltaiset viranomaiset ja kotijäsenvaltio voivat myös vaatia raportointikehysten ulkopuolisia lisätietoja säännöllisesti tai tilannekohtaisesti, mikäli niiden katsotaan olevan välttämättömiä järjestelmäriskin tehokkaan seurannan kannalta. Harmonisoitua tietojenvaihtoa tukevat myös ESMAn direktiivin 2011/61/EU mukaisesti laatimat tekniset täytäntöönpanostandardit, joissa määritellään menettelyt tietojenvaihtoon kansallisten toimivaltaisten viranomaisten välillä sekä kansallisten toimivaltaisten viranomaisten ja ESMAn välillä.

II.4.2 Tahattomat vaikutukset

Uudesta yhteissijoitusyritysten raportointikehystä syntyy kustannuksia tietojen keräämisestä ja jakamisprosesseista, jotka rahastoyhtiöiden ja kansallisten toimivaltaisten viranomaisten täytyy toteuttaa. Kaikissa pyrkimyksissä parantaa yhteissijoitusyrityksiä ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöitä koskevaa raportointia tulisi siksi ottaa huomioon kohtuullisuusperiaate ja pyrkiä vähentämään uudistuksiin liittyviä kustannuksia. Parannettu yhteissijoitusyrityksiä koskeva raportointi voi aiheuttaa kohtuuttoman taakan erityisesti toimialan pienemmille osapuolille. Yhteissijoitusyritysten raportointikehyksessä tulisi sen vuoksi ottaa huomioon kunkin rahaston potentiaaliset vaikutukset järjestelmäriskin lisääntymiseen raportointivaatimuksia asetettaessa. Yhteissijoitusyritysten raportointikehyksessä tulisi tarkastella muita tapoja vähentää siihen liittyviä kustannuksia ja ottaa huomioon jo olemassa olevat raportointikehykset, joita var-ten toimiala ja toimivaltaiset viranomaiset ovat jo kehittäneet teknisiä standardeja. Koska useilla yhteissijoitusyritysten

⁽¹⁾ Ks. esim. direktiivin 2011/61/EU 50, 52 ja 54 artikla.

rahastoyhtiöillä on lupa toimia myös AIF-rahaston hoitajana ja useiden yhteissijoitusyritysten sekä AIF-rahastojen raportoinnin kohteet ovat todennäköisesti samoja, kohtuullista olisi käyttää yhteissijoitusyritysten raportointikehyksen muodon perusteena olemassa olevaa direktiivin 2011/61/EU mukaista raportointikehystä. Yhteissijoitusyritysten raportointikehyksessä tulisi myös ottaa huomioon mahdollisuuksien mukaan näitä sijoitusrahastoja jo koskevat raportointivaatimukset. Erityisesti EKP:n tietojenkeräys sijoitusrahastojen taseista sisältää jo yksityiskohtaisia tietoja sijoitusrahastojen varoista ja vastuista (ks. Euroopan keskuspankin asetus (EU) N:o 1073/2013⁽¹⁾). Näitä tietoja ei kuitenkaan ole saatavissa koko unionin alueelta, ja yleisesti ottaen ne eivät ole riittävän yksityiskohtaisia tarjotakseen hyödyllistä tietoa sijoitusrahastoihin liittyvästä likviditeettiriskistä ja vivutuksesta.

II.5 Suositus E – Direktiivin 2011/61/EU 25 artiklaa koskeva ohjeistus

II.5.1 Taloudelliset perusteet ja tavoitellut vaikutukset

Suositus E(1) – Vivutukseen liittyvän järjestelmäriskin arviointi

Sijoitusrahastojen hoitajilla on velvollisuus raportoida yksityiskohtaisia tietoja jokaisesta hallinnoimastaan vivutetusta AIF-rahastosta kansallisille toimivaltaisille viranomaisille. Tietoihin, joihin voi sisältyä jopa 301 erää, sisältyvät yksityiskohtaiset tiedot sijoitusrahaston vivutuksen käytöstä, koosta, sijoitusstrategioista, tärkeimmistä vastuista, maantieteellisestä asemasta, sijoittajaomistuksesta ja -keskittymisestä, kaupatuista välineistä, markkinariskistä, vastapuolten riskiprofiilista, likviditeettiprofiilista (sisältäen lunastusprofiilin) ja toiminnallisista sekä muista riskitekijöistä. Huomionarvoista on, että AIF-rahastojen, joiden vivutussuhde on yli kolme kertaa niiden nettovarallisuusarvoa suurempi sijoitusasteen mittaamenetelmällä laskettuna, katsotaan käyttävän vivutusta merkittävässä määrin. Tällaisten sijoitusrahastojen hoitajien täytyy lisäksi raportoida viidestä suurimmasta lainarahan tai arvopapereiden lähteestä.

Kansallisten toimivaltaisten viranomaisten saatavilla olevat tiedot tukevat vivutukseen liittyvän järjestelmäriskin arvioimista, vaikka ne mahdollistavatkin toisistaan poikkeavat kansalliset lähestymistavat. Esimerkiksi raportoidut tiedot sisältävät kaksi vivutuksen mittalukua – bruttomäärän ja myös nettomäärän, joka vastaa nettouttamiseen ja suojaustarkoituksiin käytettyjä vivutettuja vastuuta – ja viranomaisilla voi olla eroavia näkemyksiä siitä, kuinka näitä lukuja käsitellään ja tulkitaan. Lisäksi laajamittaisessa tietojen raportoinnissa voi olla myös kansallisia eroja siinä, katsoisiko lisätietojen sisällyttäminen muusta kuin vivutuksen käytöstä tarpeelliseksi arvioinnissa. Eroja voi olla myös tarpeessa arvioida AIF-rahastojen vivutuksen käytön vaikutuksia järjestelmäriskin syntymiseen.

AIF-rahastosektorin kansainvälinen luonne vaatii koordinoitumpaa lähestymistapaa vivutukseen liittyvän järjestelmäriskin ja mahdollisten hillitsevien toimenpiteiden arvioinnissa. Yleensä AIF-rahastot sijoittavat ja ovat sidoksissa rahoituslaitoksiin rajojen yli, joten mahdolliset sijoitusrahastojen velkavipujen purkamisten tai sijoitusrahastojen maksukyvyttömyyksen taloudelliset vaikutukset eivät rajoittuisi vain niille oikeudenkäyttöalueille, joissa AIF-rahaston kotipaikka sijaitsee. Rahastojen hoitajien ja/tai niiden hallinnoimien sijoitusrahastojen on myös suhteellisen helppoa muuttaa oikeudenkäyttöalueelta toiselle, mikä korostaa entisestään koordinoitumman lähestymistavan tarvetta arvioinneissa ja hillitsemistoimenpiteissä.

Jotta voitaisiin varmistaa, että kansalliset toimivaltaiset viranomaiset käyttävät yhdenmukaista lähestymistapaa arvioidessaan vivutukseen liittyvien toimenpiteiden ehtojen täyttymistä, ESMAn tulisi ensimmäiseksi antaa yhteisiin indikaattoreihin liittyvää tietoa. Näillä ohjeilla helpotettaisiin direktiivin 2011/61/EU perusteella kansallisten toimivaltaisten viranomaisten saatavilla olevien suurten tietomäärien tehokasta käyttöä ja kannustettaisiin kansallisia toimivaltaisia viranomaisia arvioimaan, missä määrin AIF-sektorin vivutuksen käyttö vaikuttaa järjestelmäriskin kertymiseen. Direktiivin 2011/61/EU 25 artiklan mukaisten poliittisten toimenpiteiden, kuten makrovakaussyistä asetettavien vivutusrajojen tai muiden AIF-rahastojen hallintaa koskevien rajoitusten soveltaminen käytäntöön vaatii kehystä, jolla voidaan arvioida, rajoittavatko viime kädessä sijoitusrahaston tasolla toteutettavat toimenpiteet tehokkaasti vivutuksen vaikutusta järjestelmäriskien kertymiseen AIF-rahastosektorilla.

Tukeakseen indikaattoreiden yhtenäistä käyttöä ESMAn toivotaan myös antavan ohjeita, jotka liittyvät indikaattoreiden tulkittamiseen. ESMA on parhaillaan rakentamassa EU-tason tietoaaineistoa, joka sisältää kaikki direktiivin 2011/61/EU perusteella kansallisille toimivaltaisille viranomaisille kansallisella tasolla raportoidut tiedot. Kun tietoaaineisto on saatavilla, ESMAn pitäisi pystyä sen perusteella kehittämään kvantitatiivisia näkökulmia arviointikehyksen indikaattoreiden tulkittamista varten esim. tutkimalla perustason yhteenvetotilastoja yksittäisistä indikaattoreista, kuten raportoitujen arvojen keskiarvoa, mediaania, minimiä ja maksimia sekä raportoitujen arvojen jakaumaa.

⁽¹⁾ Euroopan keskuspankin asetus (EU) N:o 1073/2013, annettu 18 päivänä lokakuuta 2013, sijoitusrahastojen saamia ja velkoja koskevista tilastoista (EKP/2013/38) (EUVL L 297, 7.11.2013, s. 73).

Tämän arviointikehyksen tulisi sisältää indikaattorit, jotka ilmaisevat vivutuksen tason, lähteen ja erilaiset käytötavat. Lainojen tai arvopapereilla toteutettavien rahoitustoimien kautta saatava vivutus lisää sijoitusrahaston rahoituksen likviditeettiriskiä, koska lainauskulut tai vakuusvaatimukset voivat kasvaa. Synteettisen vivutuksen käyttö puolestaan lisää rahaston alttiutta johdannaismarkkinoiden sokeille ja riskille, että pienten hinnanlaskuvaihtelujen aiheuttamat vakuuksien muutospyynnöt pakottaisivat rahaston pakkomyymään varallisuuttaan.

Kehyksessä tulisi ottaa mahdollisimman hyvin huomioon kanavat, joiden kautta järjestelmäriski voi toteutua, kuten seuraavassa on selitetty.

- a) **Yksittäisten rahastojen sekä koko AIF-sektorin mahdolliset vaikutukset pakkomyyntien riskiin.** Sijoitusrahaston lunastusprofiili on yksi pakkomyyntiriskin tekijöistä. Lyhytaikaisten (varsinkin päivittäisten) lunastettavien saamisen tarjoaminen ja lyhyet irtisanomisajat altistavat sijoitusrahastot sijoittajapaolle, joka voi käynnistää pakkomyynnin. Toinen sijoitusrahastojen lunastusprofiiliin liittyvä tekijä on sen sijoittajapohja, jossa suurempi sijoittajatyypin keskittyminen – erityisesti kun se yhdistyy lyhyisiin lunastusväleihin – lisää pakkomyyntien riskiä, sillä nämä voivat käynnistyä näissä tapauksissa vain yhden tai muutamien sijoittajien lunastuspäätöksistä. Sijoitusrahaston likviditeetti-profiili on pakkomyyntiriskin toinen tekijä. Sijoitusrahaston sijoitussalkun likviditeetti on keskeistä sen kyvylle vastata lunastustoimeksiantoihin ja/tai vakuuksien muutospyyntöihin tarvitsematta pakkomyydä varallisuutta. Kyky likvidoida sijoitussalkun osia riippuu suurelta osin sijoitusrahaston sijoitussalkun ominaisuuksista. Esimerkiksi vastapuolen luottovastuiden tai yksittäisten välineiden keskittyminen lisää todennäköisyyttä, että sijoitusrahasto joutuu pakkomyydään varallisuutta, mikäli vastapuoli ajautuu maksukyvyttömäksi. Monimutkaisissa sijoitussalkuissa (ts. sellaisissa, joiden kaupankäynnistä suuri osa on OTC-välineitä tai jotka kierrättävät vakuuksia laajamittaisesti) nämä vaikutukset voivat voimistua entisestään.
- b) **Sijoitusrahastojen ja koko AIF-rahastosektorin suorat sidokset rahoituslaitoksiin.** Vivutuksen käyttö voi lisätä riskiä, että sijoitusrahastoa kohtaavat rahoitusvaikeudet, jotka voivat siirtyä sijoitusrahaston vastapuoliin ja edelleen laajempaan rahoitusjärjestelmään ("vastapuolen kanava"). Vastapuoliin voi sisältyä pankkeja tai välittäjiä, joilla on suoria kaupankäyntiyhteyksiä tai jotka ovat välittäneet rahoitusta vivutetulle sijoitusrahastolle. Vivutettu sijoitusrahasto voi levittää riskejä globaaliin rahoitusjärjestelmään myös sen sijoittajasidosten ja muiden rahoitusvälittäjien ja yritysten rahoituksen kautta ("sidosten kanava"). Yksi tapa tunnistaa rahoituslaitosten sidoksia on mitata vastapuolten vastuiden keskittymistä sijoitusrahastoon. Sijoitusrahastoilla voi olla myös suoria yhteyksiä rahoituslaitoksiin niiden sijoittajapohjan ja sijoitussalkun sijoitusten kautta.
- c) **Yksittäisten sijoitussijoitusrahastojen ja koko AIF-sektorin suora tai välillinen osallisuus luotonvälityksessä.** Vivutetut sijoitusrahastot voivat vaikuttaa liialliseen luotonvälitykseen ja luotonvälitysprosessin keskeytysten riskiin luottosyklin päättyessä. Vivutuksen käyttö antaa sijoitusrahastoille mahdollisuuden antaa enemmän luottoa reaalityhteeseen tai helpottaa pankkien suurempaa luotonvälitystä. Jälkimmäisessä tapauksessa sijoitusrahastot voivat myöntää pankkisektorille suoraa rahoitusta, sijoittaa strukturoituihin luottoihin ja ottaa luottoriskiä johdannaisten kautta. Järjestelmäriskiä voi syntyä äkkinaisista pysähdyksistä rahoituslaitosten likviditeetin ja lyhytaikaisen rahoituksen saamisessa, äkkinaisista luotonvälitykselle tärkeiden rahoitusvälineiden markkinalikviditeetin heikkenemisistä tai riittämättömästä riskien erottelusta ⁽¹⁾.

ESMA:n tulisi antaa ohjeet käyttökelpoisesta arviointikehyksestä. Vaikka järjestelmäriskin mahdollisia kanavia voidaan luokitella laajasti teoriassa, käytännössä ne ovat päällekkäisiä ja todennäköisesti myös toisiaan vahvistavia. Näiden kanavien kautta leviävän järjestelmäriskin mekanismit voivat olla moniulotteisia ja muuttuvia. Tämän seurauksena sijoitusrahastojen vaikutusta järjestelmäriskiin ei voi helposti havaita yksittäisillä indikaattoreilla, mikä aiheuttaa kompromissiratkaisuun päättämisen yksinkertaisen ja käyttökelpoisen kehyksen sekä monimutkaisemman ja vaikeammin täytännön pantavan kehyksen kehittämisen välillä. Ohjaavana periaatteena indikaattoreiden tulisi kuulua kehykseen ainoastaan silloin, kun niiden avulla on merkittävästi helpompaa arvioida sijoitusrahastojen ja koko AIF-rahastosektorin vaikutusta vivutukseen liittyviin järjestelmäriskeihin.

⁽¹⁾ Bengtsson, E., "Investment funds, shadow banking and systemic risk." Journal of Financial Regulation and Compliance, Vol. 24(1), s. 60–73.

Lisäksi ESMAn arviointikehystä koskevien ohjeiden tulisi tarjota riittävä perusta, jotta kansalliset toimivaltaiset viranomaiset voisivat selittää päätöksensä makrovakaudekellisten toimenpiteiden käytöstä. AIF-rahaston hoitajan kotijäsenvaltion kansallisen toimivaltaisen viranomaisen tulisi ilmoittaa ESMAlle, EJRK:lle ja AIF-rahaston kansalliselle toimivaltaiselle viranomaiselle syyt, miksi makrovakaudekellista toimenpidettä käytetään rajoittamaan vivutuksen käytön vaikutusta rahoitusjärjestelmän järjestelmäriskin tai markkinahäiriörisikin lisääntymiseen ⁽¹⁾. Tämän jälkeen ESMAn tulisi antaa toimenpidettä koskeva lausunto, ja sen tulisi myös käsitellä sitä, täytyvätkö toimenpiteen toteuttamisen ehdot ⁽²⁾. Kansallisen toimivaltaisen viranomaisen noudattama yksityiskohtainen arviointikehys lisää todennäköisyyttä, että kansalliset toimivaltaiset viranomaiset ja ESMA ovat yhtä mieltä toimenpiteen tarpeellisuudesta.

Taulukossa 4 on esimerkki yhteisistä indikaattoreista, jotka voivat muodostaa osan suositellusta arviointikehyksestä. Indikaattorit on johdettu EKP:n ja De Nederlandsche Bankin (DNB) ⁽³⁾, Oesterreichische Nationalbankin (OeNB) ⁽⁴⁾ ja Yhdistyneen kuningaskunnan FCA:n ⁽⁵⁾ suorittamista analyyseista. Indikaattorit helpottavat vivutuksen tason, lähteen ja eri käyttötapojen arviointia sekä pyrkivät ilmentämään mahdollisimman suuressa määrin niitä kanavia, joiden kautta järjestelmäriski voi toteutua. Kaikki indikaattorit on muodostettu kansallisille toimivaltaisille viranomaisille direktiivin 2011/61/EU 24 artiklan mukaisesti raportoitujen tietojen perusteella.

Taulukko 4

Esimerkki kehyksen indikaattoreista sijoitusrahastojen aiheuttaman rahoitusvakausriskin arviointia varten

		INDIKAATTORI		KUVAUS	ID-tietokentät AIFMD-tietomallissa
		#	NIMI		
1. MARKKINA-VAIKUTUKSEN RISKI	Koko	1.1	Nettoriski	Nettovarallisuusarvo (NAV) * vivutus sijoitusasteeseen perustuvalla menetelmällä	53, 295
		1.2	Nettovarallisuusarvo	NAV	53
2. PAKKOMYYNTIEN RISKI	Vivutus	2.1	Vivutuksen nettoarvo	Vivutus sijoitusasteeseen perustuvalla menetelmällä	295
		2.2	Bruttovivutuksen suhde nettovivutukseen	Bruttovivutus / sijoitusasteella mitattu vivutus, nettoutuksen ja suojausjärjestelyjen käytön arvona	294, 295
	Lunastusprofiili	2.3	Lunastuksen kesto	Niiden päivien vähimmäismäärä, joiden ajan sijoittajien on odotettava sijoituksen poisvetämistä	194, 195, 196

⁽¹⁾ Ks. esim. direktiivin 2011/61/EU 25 artikla.

⁽²⁾ Ks. esim. direktiivin 2011/61/EU 25 artiklan 6 kohta.

⁽³⁾ Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. ja de Sousa van Stralen, R. (2017) Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands, joint ECB-DNB Occasional Paper.

⁽⁴⁾ Lehecka, G. ja Ubl, E., "Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer", OeNB Financial Stability Report 30, joulukuu 2015.

⁽⁵⁾ Financial Conduct Authority, "Hedge Fund Survey", kesäkuu 2015.

		INDIKAATTORI		KUVAUS	ID-tietokentät AIFMD-tietomallissa
		#	NIMI		
	Likviditeettiepätasapaino	2.4	Lunastuksen kesto, josta on vähennetty tarkastellun sijoitussalkun likviditeetti päivinä	Niiden päivien vähimmäismäärä, joiden ajan sijoittajien on odotettava sijoituksen poisvetämistä, josta vähennetään varainhoitajan ilmoittama sijoitussalkun likviditeetti	194, 195, 196, 178–184
		2.5	Nettovarallisuusravon suhde erittäin likvideihin varoihin	Erittäin likvideihin varoihin kuuluvat käteisvarat ja muut rahavarat (talletukset, yritystodistukset ja muut), listatut osakkeet, rahalaitosten liikkeeseen laskemat investointiluokan arvopaperit, EU-valtioiden ja G10-maiden EU:n ulkopuoliset valtion joukkovelkakirjat ja investointirahasto-osuudet	53, 123
		2.6	Epälikvidien varojen osuus (% nettovarallisuusravosta)	Epälikvideihin varoihin kuuluvat fyysiset varat, listaamattomat osakkeet, muut kuin investointiluokan yrityslainat ja vaihtovelkakirjat sekä lainat.	53, 123
	Sijoittajapohjan ja vastapuolen keskittyminen	2.7	Sijoittajapohjan keskittyminen	Viiden suurimman sijoittajan omistaman osuuden nettovarallisuusravvo	118
		2.8	Vastapuolen keskittyminen	Viittä suurinta vastapuolta kohtaan muodostuva nettoluottoriskin kokonaismäärä (% nettovarallisuusravosta)	165
	3. RAHOITUSLAITOKSILLE AIHEUTUVIEN SUORIEN HEIJASTUSVAIKUTUSTEN RISKI	3.1	Sijoitukset rahoituslaitoksiin	Rahoituslaitosten liikkeeseen laskemiin listattuihin osakkeisiin ja yrityslainoihin tehtyjen sijoitusten kokonaisarvo prosenttiosuutena nettovarallisuusravvosta	53, 123
		3.2	Sijoitukset strukturoituihin ja arvopaperistettuihin tuotteisiin (% nettovarallisuusravvosta)	Pitkien riskien summa, joka kohdistuu ABS-, RMBS-, CMBS-, AMBS-, ABCP-, CDO- ja CLO-instrumentteihin, strukturoituihin talletuksiin, ETP:ihin ja muihin prosenttiosuutena nettovarallisuusravvosta	53, 123

		INDIKAATTORI		KUVAUS	ID-tietokentät AIFMD-tietomallissa
		#	NIMI		
	Sidokset sijoittajapohjan kautta	3.3	Pankit sijoittajapohjassa (% nettovarallisuusarvosta)	Suorat yhteydet sijoittajina oleviin rahoituslaitoksiin	209
		3.4	Vakuuttajat sijoittajapohjassa (% nettovarallisuusarvosta)		
		3.5	Eläkerahastot sijoittajapohjassa (% nettovarallisuusarvosta)		
		3.6	Investointirahastot sijoittajapohjassa (% nettovarallisuusarvosta)		
		3.7	Muut rahoituslaitokset sijoittajapohjassa (% nettovarallisuusarvosta)		
4. KESKEYTYMISEN RISKI SUORASSA LUOTONVÄLITYKSESSÄ		4.1	Sijoitukset yrityslainoissa (% nettovarallisuusarvosta)	Yrityslainojen ja muiden kuin rahoituslaitosten liikkeeseen laskevien vaihtovelkakirjojen pitkien arvojen summan (IG & ja muu kuin IG) prosenttiosuutena nettovarallisuusarvosta	53, 123
		4.2	Sijoitukset yritysluotoissa (% nettovarallisuusarvosta)	Vivutetut ja muut lainat prosenttiosuutena nettovarallisuusarvosta	53, 123

Lähteet: FCA (2015), Lehecka, G. ja E. Ubl (2015), Van der Veer et al. (2017).

Suositus E(2) – Makrovakaussyistä asetettavat vivutusrajat

ESMA voi auttaa kansallisia toimivaltaisia viranomaisia soveltamaan vivutuksen rajoja käytännössä antamalla ohjeita suunnitteluvaihtoehtoista sekä niiden vaikuttavuuden ja tehokkuuden arvioinnista. Direktiivissä 2011/61/EU sallitaan vivutuksen rajoittaminen, jos se vaikuttaa järjestelmäriskin lisääntymiseen, mutta se ei sisällä lisäohjeistusta rajojen laatimista varten. Kansalliset toimivaltaiset viranomaiset voisivat hyötyä ESMAn ohjeista vivutuksen rajojen laatimisessa, ja ESMA voisi hyödyntää tässä Euroopan järjestelmäriskikomitean suositusta EJRK/2013/1⁽¹⁾. EJRK suosittelee, että viranomaiset suunnittelevat makrovakaussäilyä, jotka ovat tehokkaita ja vaikuttavia niiden toimintalinjojen tavoitteiden saavuttamiseksi.

AIF-rahastojen vivutusrajat voidaan katsoa tehokkaiksi, jos niissä otetaan huomioon i) pakkomyyntien, ii) rahoitusvastapuoliin kohdistuvien heijastusvaikutusten ja iii) luotonvälityksen keskeytysten riski. Kun nämä markkinoiden toimintapuutteet otetaan huomioon, vivutuksen rajat tukevat rahoitusvakautta. EJRK:n välitavoitteista vivutusrajat kohdistuvat liiallisen vivutuksen riskiin⁽²⁾. Järjestelmänlaajuinen vivutus on liiallista, kun se altistaa taloudet kustannuksia aiheuttaville rahoituskriiseille.

Jotta vivutusrajat olisivat tehokkaita, välineen tulisi olla yksinkertainen ja tahattomien vaikutusten tulisi olla rajattuja. Viranomaisten tulisi valita helposti kalibroittavat ja käyttöönotettavat rajat, mikä edistää avoimuutta ja ehkäisee toimettomuutta. Lisäksi tahattomien seurausten tulisi olla vähäisiä ja vivutusrajojen tulisi sietää markkinaosapuolten pelaamista ja arbitraasia. Vivutusrajojen tulisi myös olla suhteessa sijoitusrahaston vivutuksen käytön aiheuttamaan järjestelmäriskiin, jotta voitaisiin varmistaa, että sektori pystyy edelleen tarjoamaan arvokkaita palveluita taloudelle. Sijoitusrahastojen pitäisi esimerkiksi edelleen pystyä hyödyntämään monimuotoisia ja aktiivisia sijoitusstrategioita, jotka voivat toimia häiriöiden vaimentajina markkinoiden stressitilanteissa. Arvioitaessa vivutusrajojen tarvetta ja järjestelmäriskiin sopivia rajatyyppejä viranomaisten tulisi suorittaa direktiivin 2011/61/EU mukaisesti kerättyihin tietoihin sekä yhteisen riskienarviointikehyksen riski-indikaattoreihin perustuva riskianalyysi (riskienarviointikehyksen kehittämistä on ehdottanut ESMA suosituksessa E1).

Taulukossa 5 on ESMAn tiedoksi esimerkki kehyksestä, jolla arvioidaan erilaisten vivutusrajojen suunnitelmavaihtoehtoja vaikuttavuuden ja tehokkuuden näkökulmasta katsottuna. Esimerkkinä taulukossa arvioidaan kolmea suunnitelmavaihtoehtoa pysyville vivutusrajoille ja tarkastellaan syklisiä rajoja. Nämä esimerkit eivät edusta eri vaihtoehtoja tyhjentävästi, ja jäljempänä esitettyä arviointia tulisi tulkita esimerkkinä siitä, kuinka kehystä voitaisiin käyttää erilaisten suunnitelmavaihtoehtojen arvioimiseen.

”Yksi raja kaikille” -vaihtoehto voi olla yksinkertainen toteuttaa, mutta sillä voi olla merkittäviä tahattomia vaikutuksia. Tällainen raja voi rajoittaa vivutukseen liittyvää järjestelmäriskiä tehokkaasti, jos se sitoo suurta osaa sijoitusrahastosektorista. Tämän lähestymistavan tahattomana vaikutuksena voi kuitenkin olla se, että se tekisi joistakin liiketoimintamalleista toteuttamiskelvottomia, millä voisi olla vakavia negatiivisia vaikutuksia eri tuotteiden likviditeettiin globaaleilla rahoitusmarkkinoilla. Lisäksi rajoittava ”yksi raja kaikille” -malli saattaisi merkittävästi vähentää sektorin kykyä vaimentaa markkinasokkeja, jopa siinä määrin, että rahastojen hoitajat sijoittaisivat aktiivisesti ja toimisivat markkinatrendejä vastaan. Koska tällaiset vivutusrajat voisivat merkittävästi rajoittaa sijoitusrahastosektorin toimintaa, riskinä olisi toiminnan siirtyminen muille vähemmän säännellyille rahoitusmarkkinoiden sektoreille.

Sijoitusrahaston tyyppiin ja/tai profiiliin perustuvat vivutusrajat voivat olla hyödyllinen väline kansallisille toimivaltaisille viranomaisille lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Vivutusrajojen erottelu sijoitusrahaston tyyppiin ja/tai profiiliin mukaan antaisi viranomaisille mahdollisuuden kohdentaa toimintaa tehokkaasti niihin sijoitusrahastoihin, jotka vaikuttavat eniten järjestelmäriskin lisääntymiseen ja aiheuttavat sektorille näin ollen rakenteellista haavoittuvuutta. Sijoitusrahaston profiiliin perusteella tehtävään erotteluun voidaan harkita useita erilaisia vaihtoehtoja. Esimerkiksi pakkomyyntiriskin pienentämistä tavoittelevat viranomaiset voisivat harkita rajojen asettamista sellaisiin sijoitusrahastoihin, jotka tarjoavat lyhyen aikavälin lunastuksia tai sijoittavat vähemmän likvideihin varoihin. Toisena esimerkkinä tartuntariskistä huolissaan olevat viranomaiset voisivat harkita rajojen asettamista sijoitusrahastoihin, joilla on suuret tai keskityneet vastuut muita rahoituslaitoksia kohtaan. ESMA voisi opastaa viranomaisia sijoitusrahastojen profiloinnissa

⁽¹⁾ Euroopan järjestelmäriskikomitean suositus EJRK/2013/1, annettu 4 päivänä huhtikuuta 2013, makrovakaussäilyä koskevien välitavoitteista ja välineistä (EUVL C 170, 15.6.2013, s. 1).

⁽²⁾ Ks. esim. suosituksesta EJRK/2013/1 yleiskatsaus välitavoitteista ja olemassa olevien sekä mahdollisten makrovakaussäilyä koskevien kartoituksesta.

vivutukseen liittyvän riskin arvioimista ja makrovakaussyistä asetettavien vivutusrajojen käyttöönottoa varten. Viranomaiset voisivat myös ottaa huomioon vivutuksen kokonaistasojen erot asettamalla eri rajat kullekin sijoitusrahastotyypille. Tämän vaihtoehdon haittapuolena on, että sijoitusrahastot voisivat yrittää pelata rajoilla hankkiakseen suosiollisemman sijoitusrahastoluokituksen ⁽¹⁾. Kriteerien asettaminen AIF-rahastojen sijoitusrahastotyyppihin luokittelua varten voisi olla siksi suotavaa.

Taulukko 5

Mahdollinen kehys erilaisten vivutusrajojen suunnitelmavaihtoehtojen arvioimiseen vaikuttavuuden ja tehokkuuden näkökulmasta katsottuna

	Vivutusrajan suunnitelmavaihtoehdot	Pysyvät vivutusrajat			Sykliset rajat
		1	2	3	
		Yksi raja kaikille	Rajat rahastotyypeittäin	Rajat rahastoprofiileittain	
Vaikuttavuus	Pakkomyynnit	Rajoittaa tehokkaasti kaikkia markkinoiden toimintapuutteita, jos raja sitoo suurta osaa vivutetuista rahastoista	Rajoittaa tehokkaasti kaikkia markkinoiden toimintapuutteita, jos rajat sitovat suurta osaa vivutetuista rahastoista	Tehokas kohdistettaessa vivutetuihin rahastoihin, joiden sijoitussalkut ovat suhteellisen epälikvidejä ja/tai joiden lunastusajat ovat lyhyitä	Suunnitelmavaihtoehtoja 1–3 voitaisiin soveltaa eri aikoina. Suunnitelmilla olisi sama vaikutus, mutta sykliset vivutusrajat rajoittaisivat paremmin riskien lisääntymistä myönteisessä ja riskien toteutumista kielteisessä suhdannetilanteessa
	Vastapuolten ja sidosten ulkoisvaikutukset			Tehokas kohdistettaessa vivutetuihin rahastoihin, joilla on voimakkaat suorat sidokset rahoituslaitoksiin	
	Liiallinen luotonvälitys			Tehokas kohdistettaessa vivutetuihin rahastoihin, jotka sijoittavat yrityslainoihin ja luottoihin	
Tehokkuus	Suhteellinen	Matala raja voisi tehdä rahastotyypeistä (ts. hedge-rahastoista) elinkelvottomia, ja korkea raja ei ehkäisisi yleistä vivutuksen lisääntymistä	Rajat kohdistuvat rahoitustyyppihin, joiden vivutustaso on suhteellisen korkea (ts. hedgerahastoihin), mutta eivät erottele eri riskiprofiileja rahastotyyppien sisällä	Rajat kohdistuvat erityyppisten yleisrahastojen riskiprofiileihin	Suhteellisuus riippuisi valitusta suunnitelmavaihtoehdosta

⁽¹⁾ Direktiivin 2011/61/EU mukaisesti rahastojen hoitajat voivat valita rahastotyyppin.

	Vivutusrajan suunnitelmavaihtoehdot	Pysyvät vivutusrajat			Sykliset rajat
		1	2	3	
		Yksi raja kaikille	Rajat rahastotyypeittäin	Rajat rahastoprofiileittain	
	Pelaamisen ja arbitraasin sietokyky	Pelaaminen ja arbitraasi eivät mahdollisia	Pelaaminen ja arbitraasi jonkin verran mahdollisia, koska yhdistelmärahastot voisivat pyrkiä suosuisempaan rahastoluokitukseen	Pelaaminen ja arbitraasi epätoennäköisiä, koska vain pieni määrä tiukasti määriteltyjä profiileja	Pelaamisen ja arbitraasin mahdollisuus riippuisi valitusta suunnitelmavaihtoehdosta
	Kalibroinnin monimutkaisuus	Yksinkertaisin suunnitelmavaihtoehto	Suhteellisen yksinkertainen, koska sisältää vain pienen määrän tiukasti määriteltyjä rahastotyyppisiä	Suhteellisen yksinkertainen, koska sisältää vain pienen määrän tiukasti määriteltyjä rahastoprofiileja	Vaatii rahaston vaikutuksiin liittyvän vivutusryhmiin indikaattorin ja mittarin, mikä monimutkaistaa kalibrointia

Lähde: Taulukko 4.1, Van de Veer et al. (2017).

Pidemmällä aikavälillä myös syklistä vivutusta voitaisiin tutkia. Viranomaiset saattavat myös tarkastella tietyn vivutusrajasuunnitelman soveltamista (esim. ”yksi raja kaikille”, rahastotyyppikohtainen raja tai rahastoprofiilikohmainen raja) syklisesti. Jatkuviin vivutusrajoihin verrattuna sykliset rajat vaimentaisivat paremmin riskien lisääntymistä ja toteutumista rahoitusryhmiin myönteisessä ja kielteisessä kehitysvaiheessa. Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä syklisen lähestymistavan käyttö ei olisi kuitenkaan tarkoituksenmukaista, sillä se vaatisi mittarin rahoitusryhmille ja rahaston vaikutusta osoittavan indikaattorin, mikä mutkistaisi tätä toimenpidettä. Käyttämällä samaa lähestymistapaa kuin Basel III -säännösten mukaisissa vivutusrajoissa lyhyellä aikavälillä voitaisiin keskittyä pysyviin rajoihin. Syklisiä rajoja voitaisiin tutkia sen jälkeen, kun viranomaiset ovat saaneet lisää kokemusta pysyvien rajojen käytöstä.

Vivutusrajojen tulisi perustua direktiivin 2011/61/EU mukaisiin vivutustoimenpiteisiin, joilla voidaan lisätä soveltamisen yhdenmukaisuutta ja avoimuutta sekä välttää sääntelyarbitraasia. Yhteisten vivutustoimenpiteiden käyttö auttaa viranomaisia soveltamaan yhtenäisiä vivutusrajoja Euroopassa. Se myös lisää toimintalinjoihin kuuluvan toimenpiteen läpinäkyvyyttä ja täytäntöönpanon vaivattomuutta. Lisäksi yhteisten toimenpiteiden käyttö auttaa rajoittamaan rahastojen hoitajien mahdollisuutta käyttää hyväksi eri maiden sääntelyeroja. Ottaen huomioon vivutuksen mittaamiseen liittyvät vaikeudet viranomaisten tulisi mieluiten hyödyntää olemassa olevia direktiivin 2011/61/EU mukaisia toimintamalleja ja toimenpiteitä raportoidessaan vivutuksesta.

Säännöllinen vivutusrajojen arviointi johtaa i) kokemusten perusteella tehtäviin parannuksiin ja ii) yhdenmukaisuuteen kansainvälisten standardien kanssa. Voidaan sanoa, että direktiivin 2011/61/EU mukaiset vivutustoimenpiteet eivät ole tällä hetkellä täydellisesti määriteltyjä tai että toimenpiteet eivät ole tulevaisuudessa yhdenmukaisia kansainvälisten standardien (kuten IOSCon kehittämien) kanssa. Direktiivin 2011/61/EU mukaisten vivutusrajojen käytön suurin etu on kuitenkin se, että mahdolliset tulevat parannukset vivutuksen mittaamiseen otetaan automaattisesti ja johdonmukaisesti huomioon, jos käytössä on säännöllisesti suoritettava arviointiprosessi. Säännöllinen arviointiprosessi tarjoaisi myös yhdenmukaisuutta kansainvälisten standardien (FSB, IOSCO) kanssa. Ajoittainen vivutusrajan tarkistaminen olisi suosituksen EJRK/2013/1 mukaista ⁽¹⁾.

Vivutusrajojen soveltamisen kriteerejä koskeva ohjeistus auttaa kansallisia toimivaltaisia viranomaisia soveltamaan vivutusrajoja käytännössä. Selkeä ohjeistus lisää yhdenmukaista soveltamista Euroopassa ja ehkäisevät toimeettomuutta.

⁽¹⁾ Ks. esim. suosituksen EJRK/2013/1 suositus D.

ESMA voisi opastaa viranomaisia vivutusrajojen soveltamisessa käytäntöön antamalla ohjeita siitä, kuinka viranomaisten tulisi tasapainottaa sääntöperustaiset toimenpiteet ja toimenpiteiden harkinnanvarainen täytäntöönpano. Tasapainon pitäisi asettua sääntöperustaisten toimenpiteiden vaivattoman täytäntöönpanon ja harkintavallan käytön joustavuuden välille.

Suositus E(3) – Ilmoitusmenettely

ESMAN tulisi kehittää selkeä ilmoitusmenettely, joka koskee AIFM-direktiivin 25 artiklan mukaisia kansallisten toimivaltaisten viranomaisten tekemiä päätöksiä. Yhdenmukaistetulla ilmoitusmenettelyllä kansalliset toimivaltaiset viranomaiset voisivat tiedottaa ESMalle tehokkaasti. Vastaavasti ESMalla ja EJRK:lla olisi mahdollisuus analysoida ilmoituksia tehokkaalla tavalla.

Suositus E(4) – Vertailuanalyysi

Vakaan, tehokkaan ja yhdenmukaisen sääntelyn sekä valvonnan tason edistämiseksi on suositeltavaa, että ESMA vertailee kansallisten toimivaltaisten viranomaisten direktiivin 2011/61/EU 25 artiklan 3 kohdan mukaisten valtuuksien toteutusta. Tämä vertailu voisi antaa viitteitä esimerkiksi olosuhteista, joissa valtuuksia on toteutettu, sekä vaatimuksista, joita on asetettu erilaisten tilanteiden ratkaisemiseksi. Tämä voisi auttaa parhaiden käytäntöjen tunnistamisessa. ESMAn tulisi myös keskustella tämän vertailun tuloksista jäsentensä kanssa ja jakaa tietoa kansallisten toimivaltaisten viranomaisten toimista kansallisille makrovakautta valvoville viranomaisille ja EJRK:lle.

Vaikka vertailuanalyysin tulokset eivät ole sitovia, kansalliset toimivaltaiset viranomaiset voivat soveltaa niitä tiedottaessaan omista käytännöistään. Vertailuanalyysijä on suoritettu esimerkiksi kansallisten toimivaltaisten viranomaisten arvioinneista, jotka koskevat pankkien sisäisiä lähestymistapoja omien varojen vaatimusten laskemisessa ⁽¹⁾ ja elvytysuunnitelmaskenaarioita Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2014/59/EU ⁽²⁾ ⁽³⁾ mukaisesti. Nämä toimet havainnollistavat vertailuanalyysin hyödyntämistä valvontakäytäntöjen vertailussa, mikä edistää niiden konvergenssia, ja päätöksenteon parantamisessa kansallisissa toimivaltaisissa viranomaisissa samalla kun säilytetään valvonnan harkinnanvaraisuus. Vertailu voisi myös auttaa direktiivin 2011/61/EU 25 artiklan 9 kohdan mukaisten komission delegoitujen säädösten tiedottamisessa (periaatteet olosuhteiden määrittelemiseksi, joissa kansalliset toimivaltaiset viranomaiset soveltavat 25 artiklan 3 kohdan mukaisia valtuuksia, ottaen huomioon vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen erilaiset strategiat, erilaiset markkinaolosuhteet, joissa AIF-rahastot toimivat, ja säännösten soveltamisesta seuraavat mahdolliset myötäsykliset vaikutukset).

II.5.2 Tahattomat vaikutukset

Harmonisoinnin tason ja kansallisten toimivaltaisten viranomaisten käytettävissä olevan harkintavallan tulee olla tasapainossa. Koska tämän suosituksen tarkoituksena on edistää yhdenmukaistettua lähestymistapaa 25 artiklan käytäntöön soveltamisessa, kansallisten toimivaltaisten viranomaisten harkintavaltaan esitetään joitakin rajoituksia. ESMAn ohjeidenantoa koskevien valtuuksien on tarkoitus edistää valvontakäytäntöjen lähentymistä. Sen äärimmäisenä vaikutuksena voisi kuitenkin olla, että ESMAn riskienarviointikehystä ja makrovakaussyistä asetettavien vivutusrajojen suunnittelemista, kalibrointia ja täytäntöönpanoa koskevat ohjeet voisivat luoda tahattomia esteitä kansallisten toimivaltaisten viranomaisten harkintavallan käytölle makrovakaussyistä asetettavien vivutusrajojen täytäntöönpanossa AIF-rahastoja hallinnoiville rahastojen hoitajille heidän oikeudenkäyttöalueellaan.

⁽¹⁾ <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>

⁽²⁾ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/59/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten elvytys- ja kriisiratkaisukehyksestä sekä neuvoston direktiivin 82/891/ETY, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivien 2001/24/EY, 2002/47/EY, 2004/25/EY, 2005/56/EY, 2007/36/EY, 2011/35/EU, 2012/30/EU ja 2013/36/EU sekä asetusten (EU) N:o 1093/2010 ja (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta (EUVL L 173, 12.6.2014, s. 190).

⁽³⁾ Ks. raportti osoitteessa <https://www.eba.europa.eu/-/eba-benchmarks-approaches-on-scenarios-in-recovery-plans>

Lähteet

Bank of England (2015), *Financial Stability Report*, Issue No 38, joulukuu.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, Issue No 39, heinäkuu, sivu 8.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, Issue No 40, marraskuu.

Bengtsson, E. (2016), "Investment funds, shadow banking and systemic risk", *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 24 Issue: 1, s. 60–73.

Clerc, L., Giovannini, A., Langfield, S., Peltonen, T., Portes, R. ja Scheicher, M. (2016), "Indirect contagion: the policy problem", *ESRB Occasional Paper Series*, No 9, tammikuu.

Cohn, C., Milliken, D. ja Jessop, S., (2016), *Number of UK property funds suspended since Brexit vote doubles*, elokuu, saatavilla osoitteessa <http://uk.reuters.com/article/uk-britain-eu-property/number-of-uk-property-funds-suspended-since-brexit-vote-doubles-idUKKCN0ZL13H>

Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea (2010), "CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS", *Feedback Statement*, heinäkuu.

Komission delegoitu asetus (EU) N:o 231/2013, annettu 19 päivänä joulukuuta 2012, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2011/61/EY täydentämisestä poikkeuksien, yleisten toimintaedellytysten, säilytysyhteisöjen, vivutuksen, avoimuuden ja valvonnan osalta (EUVL L 83, 22.3.2013, s. 1).

Komission direktiivi 2007/16/EY, annettu 19 päivänä maaliskuuta 2007, arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta annetun neuvoston direktiivin 85/611/ETY täytäntöönpanosta tiettyjen määritelmien selventämiseksi (EUVL L 79, 20.3.2007, s. 11).

Komission direktiivi 2010/43/EU, annettu 1 päivänä heinäkuuta 2010, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/65/EY täytäntöönpanosta organisaatiovaatimusten, eturistiriitojen, liiketoiminnan harjoittamisen, riskienhallinnan sekä säilytysyhteisön ja rahastoyhtiön välisen sopimuksen sisällön osalta (EUVL L 176, 10.7.2010, s. 42).

Constâncio, Vítor (2016), *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, puhe Euroopan komission ja Euroopan keskuspankin yhteisessä konferenssissa koskien Euroopan taloudellista integraatiota ja vakautta, Frankfurt am Main, Saksa, huhtikuu.

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009, siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta (EUVL L 302, 17.11.2009, s. 32).

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU, annettu 8 päivänä kesäkuuta 2011, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta (EUVL L 174, 1.7.2011, s. 1).

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/59/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten elvytys- ja kriisinratkaisukehyksestä sekä neuvoston direktiivin 82/891/ETY, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivien 2001/24/EY, 2002/47/EY, 2004/25/EY, 2005/56/EY, 2007/36/EY, 2011/35/EU, 2012/30/EU ja 2013/36/EU sekä asetusten (EU) N:o 1093/2010 ja (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta (EUVL L 173, 12.6.2014, s. 190).

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta (EUVL L 173, 12.6.2014, s. 349).

Euroopan pankkiviranomainen (2014), *Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise*, raportti, saatavilla osoitteessa <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>

Euroopan pankkiviranomainen (2015), *Recovery planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios*, raportti, joulukuu, saatavilla osoitteessa <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf>

Euroopan keskuspankki (2016), *Financial Stability Review*, toukokuu.

Euroopan komissio (2012), *Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments*, saatavilla osoitteessa http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm.

Euroopan sijoitusrahastojen ja -yhtiöiden yhdistys (2017), *Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017*, joulukuu.

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (2014), *Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3)(d) and 24(1), (2) and (4) of the AIFMD (ESMA/2014/869EN)*, elokuu.

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (2015), *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, No 2.

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (2016), *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, ESMA/2016/596 lausunto, huhtikuu, saatavilla osoitteessa https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf

Euroopan järjestelmäriskikomitea (2016), *EU Shadow Banking Monitor*, No 1, heinäkuu.

Euroopan järjestelmäriskikomitea (2017), *EU Shadow Banking Monitor*, No 2, toukokuu.

Financial Conduct Authority (2015), *Hedge Fund Survey*, kesäkuu.

Financial Conduct Authority (2017), *Illiquid assets and open-ended investment funds*, kuulemisasiakirja (DP 17/1), helmikuu.

Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmä (2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, tammikuu.

Financial Stability Oversight Council (2016), *Update on Review of Asset Management Products and Activities*, huhtikuu.

Kansainvälinen arvopaperimarkkinavalvojen yhteisö (2015), *Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members*, loppuraportti, FR28/2015, joulukuu.

Kansainvälinen arvopaperimarkkinavalvojen yhteisö (2017), *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, kuulemisraportti, CR05/2017, heinäkuu.

Jones, S. (2016), *The Week Brexit Got Real for Investors in Property Funds*, heinäkuu, saatavilla osoitteessa <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brexit-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds>

Lehecka, G. ja Ubl, E. (2015), *Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer*, OeNB *Financial Stability Report*, No 30, joulukuu.

Maijoor, Steven (2015), *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, puhe EJRK:n varjopankkityöpajassa, Frankfurt am Main, Saksa, toukokuu.

Marriage, M. (2016), *Contagion worries rise over property fund suspension*, heinäkuu, saatavilla osoitteessa <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>

Moshinsky, B. (2016), *Bear Stearns, the sequel: Property fund suspensions are on the cusp of triggering the next financial crisis*, heinäkuu, saatavilla osoitteessa <http://uk.businessinsider.com/guide-why-uk-property-fund-suspensions-trigger-financial-crisis-risks-analysis-2016-7>

Euroopan järjestelmäriskikomitean suositus EJRK/2012/1, annettu 20 päivänä joulukuuta 2012, rahamarkkinarahastoista (EUVL C 146, 25.5.2013, s. 1).

Euroopan järjestelmäriskikomitean suositus EJRK/2013/1, annettu 4 päivänä huhtikuuta 2013, makrovakauseräpolitiikan välitavoitteista ja välineistä (EUVL C 170, 15.6.2013, s. 1).

Euroopan järjestelmäriskikomitean suositus EJRK/2014/1, annettu 18 päivänä kesäkuuta 2014, vastasyklisten puskurikantojen asettamista koskevista ohjeista (EUVL C 293, 2.9.2014, s. 1).

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 648/2012, annettu 4 päivänä heinäkuuta 2012, OTC-johdannaisista, keskusvastapuolista ja kauppätietorekistereistä (EUVL L 201, 27.7.2012, s. 1).

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 575/2013, annettu 26 päivänä kesäkuuta 2013, luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuusvaatimuksista ja asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta (EUVL L 176, 27.6.2013, s. 1).

Euroopan keskuspankin asetus (EU) N:o 1073/2013, annettu 18 päivänä lokakuuta 2013, sijoitusrahastojen saamia ja velkoja koskevista tilastoista (EKP/2013/38) (EUVL L 297, 7.11.2013, s. 73).

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 909/2014, annettu 23 päivänä heinäkuuta 2014, arvopaperitoimituksen parantamisesta Euroopan unionissa sekä arvopaperikeskuksista ja direktiivien 98/26/EY ja 2014/65/EU sekä asetuksen (EU) N:o 236/2012 muuttamisesta (EUVL L 257, 28.8.2014, s. 1).

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2015/760, annettu 29 päivänä huhtikuuta 2015, eurooppalaisista pitkäaikaissijoitusrahastoista (EUVL L 123, 19.5.2015, s. 98).

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1131, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, rahamarkkinarahastoista (EUVL L 169, 30.6.2017, s. 8).

U.S. Securities and Exchange Commission (2016), Investment Company Liquidity Risk Management Programs, 17 CFR Parts 210, 270, 274, Release Nos 33-10233, IC-32315, File No S7-16-15 RIN 3235-AL61, saatavilla osoitteessa <https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10233.pdf>

Van der Veer, K., Levels, A., Chaudron, R., Grill, M., Molestina Vivar, L., Petrescu, M. ja Weistroffer, C. (2016), "Towards a framework for calibrating macroprudential leverage limits for alternative investment funds", Special Feature "A", ECB *Financial Stability Review*, marraskuu, s. 123–133.

Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. ja de Sousa van Stralen, R. (2017) *Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands*, joint ECB-DNB Occasional Paper.

White, Mary Jo (2014), *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, puhe The New York Times DealBook Opportunities for Tomorrow -konferenssissa, One World Trade Center, New York, N.Y., jouluku.

Taulukko A1

Likviditeetin hallintavälineiden saatavuus unionin jäsenvaltioissa (lähde: ESMA)

	AT	BE	BG	CY	CZ	DE	DK	EE	ES	FI	FR	GR	HR	HU	IE	IS	IT	LI	LT	LU	LV	MT	NL	EI	PT	RO	SE	SI	SK	UK
Portit	EI	EI	EI	KYLLÄ	EI	EI	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	EI	EI	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	EI	KYLLÄ	KYLLÄ
Side pockets -järjestelyt	KYLLÄ	EI	EI	KYLLÄ	EI	EI	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	EI	EI	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	EI	EI	KYLLÄ	EI	EI
Diluutiomaksu	EI	EI	EI	KYLLÄ	EI	EI	EI	KYLLÄ	EI	EI	KYLLÄ	EI	EI	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	EI	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	EI	EI	KYLLÄ
Lunastusmaksut	KYLLÄ	EI	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	EI	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	EI	EI	KYLLÄ	EI	EI	EI	EI	EI	EI	KYLLÄ
Lunastukset apporttina	KYLLÄ	EI	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	EI	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ
Lunastusten keskeytykset	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ
Joustava hinnoittelu	KYLLÄ	EI	EI	KYLLÄ	EI	EI	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	EI	EI	KYLLÄ	EI	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	EI	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	EI	EI	EI	EI	KYLLÄ
Lyhytaikaiset lainat	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	KYLLÄ
Pakolliset likvi- diteettipuskurit	KYLLÄ	EI	EI	EI	EI	EI	EI	EI	KYLLÄ	EI	EI	EI	EI	EI	EI	EI	EI	EI	EI	EI	EI	EI	KYLLÄ	EI	EI	EI	EI	EI	KYLLÄ	EI
Side letter -sopimukset	KYLLÄ	EI	EI	EI	EI	EI	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	EI	EI	EI	EI	KYLLÄ	EI	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	KYLLÄ	EI	EI	EI	EI	EI	EI	KYLLÄ
Muut välineet/ toimenpiteet	EI	EI	EI	EI	EI	KYLLÄ	EI	EI	KYLLÄ	EI	KYLLÄ	EI	EI	EI	EI	EI	KYLLÄ	EI	EI	KYLLÄ	EI	EI	EI	EI	EI	KYLLÄ	EI	EI	EI	KYLLÄ