

## I

(Resolutsioonid, soovitused ja arvamused)

## SOOVITUSED

## EUROOPA SÜSTEEMSETE RISKIDE NÕUKOGU

## EUROOPA SÜSTEEMSETE RISKIDE NÕUKOGU SOOVITUS,

7. detsember 2017,

investeeringufondide likviidsusriski ja finantsvõimenduse riski kohta

(ESRN/2017/6)

(2018/C 151/01)

EUROOPA SÜSTEEMSETE RISKIDE NÕUKOGU HALDUSNÕUKOGU,

võttes arvesse Euroopa Liidu toimimise lepingut,

võttes arvesse Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrust (EL) nr 1092/2010, 24. november 2010, finantssüsteemi makrotasandi usaldatavusjärelevalve kohta Euroopa Liidus ja Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu asutamise kohta,<sup>(1)</sup> eelkõige selle artikli 3 lõike 2 punkte b, d ja f ning artikleid 16 kuni 18,

võttes arvesse Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu otsust ESRN/2011/1, 20. jaanuar 2011, millega võetakse vastu Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu töökord,<sup>(2)</sup> eelkõige selle artikleid 18 kuni 20,

ning arvestades järgmist:

- (1) Investeeringufondide sektor on viimase kümnendi jooksul jõudsalt kasvanud nii liidus kui globaalselt ning investeeringufondide osakaal väärtipaberiturudel on oluliselt suurenenud. Madalate intressimäärade ja pangandussektori bilansipiirangute ning kapitaliturgude liidu arengust tulenevate muutuste tõttu on oodata investeeringufondide osakaalu jätkuvat suurenemist finantsvahenduses. Seadusloomeasutused on seda muutust toetanud, kuna rahastamisallikate mitmekesistamine aitab suurendada finantssüsteemi tõhusust ja vastupidavust tervikuna.
- (2) Samas võib finantsvahenduse osakaalu suurenemine võimalikku finantskriisi ka võimendada. Turupingete ilmne misel võib avatud investeeringufondide varade likviidsuse ja lunastamise profiili mittevastavuse tõttu tekkida vajadus korraldada lunastamisaotluste rahuldamiseks kiirmüük. Kiirmüük võib ebasoodsalt mõjutada teisi finants-turu osalisi, kellel on samad või lähedases korrelatsioonis olevad varad. Samuti võib finantsvõimendus võimendada negatiivsete turumuutuste mõju, kui see tekitab investeeringufondi varade mahtu ületava riskipositsiooni. Lisaks kaudse nakkuse kanalitele võib investeeringufond levitada riski ka vastastikuse seotuse kaudu, nt seotuse kaudu investoritega, mis on otseseks kanaliks, mille kaudu võivad vapustused kanduda üle teistesse finantseerimisasutustesse.
- (3) Samuti on investeeringufondid vastuvõtlikud turudünaamika ja -struktuuri muutustele. Näiteks madalate intressimäärade keskkonnas tulusust püüeldes võidakse suurem osa investeeringutest suunata vähem likviidsetesse varadesse. Makrotasandi vapustused, nt riskipremiate vähenemine, võivad põhjustada massilist lunastamisaotluste esitamist investeeringufondide investorite poolt. Eriti märgatav võib see olla investeeringufondide puhul, kus suure finantsvõimendusega ja vähelikviidsed varad moodustavad suure osa portfelist.

<sup>(1)</sup> ELT L 331, 15.12.2010, lk 1.

<sup>(2)</sup> ELT C 58, 24.2.2011, lk 4.

- (4) Kui riski asjakohaselt ei maandata, võivad mõned investorid soovida ära kasutada „esimese tegutseja eeliseid“, st investorid, kes lõpetavad investeeringu enne turustressi ilmnemist või selle varajases staadiumis, väldivad turustressi täielikku mõju, jättes selle teiste investorite kanda.
- (5) Kehtivas liidu õigusraamistikus on sätestatud meetmed, mille eesmärgiks on vähendada investeerimisfondide võimalikku mõju finantskriisi tekkimisel ning tugevdada investeerimisfondide vastupidavust. Õigusraamistikku kuuluvad Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivid 2009/65/EÜ<sup>(1)</sup> ja 2011/61/EL<sup>(2)</sup>.
- (6) Nii direktiiv 2009/65/EÜ kui direktiiv 2011/61/EL sätestavad likviidsuse juhtimise nõudeid. Alternatiivsed investeerimisfondid (AIF) peavad järgima lunastamispoliitikat, mis on kooskõlas nende investeerimisstrateegia likviidsusprofiiliga, ning korrapäraselt läbi viima stressiteste nii tavapärasest kui erandlikes likviidsustingimustes. Vabalt võõrandatavatesse väärtpaberitesse ühiseks investeerimiseks loodud ettevõtjate (eurofondide) suhtes kohaldatakse täpseid kõlblikuskriteeriume, mis määratlevad, millist liiki varadesse neil on lubatud investeerida, ning nad peavad asjakohastel juhtudel läbi viima stressiteste.
- (7) Finantsvõimendusega seotud süsteemsete riskide leevendamiseks sätestatakse direktiivides 2009/65/EÜ ja 2011/61/EL õiguslik alus investeerimisfondide finantsvõimenduse piiramiseks. Direktiivi 2009/65/EÜ artikli 51 lõikes 3 sätestatakse eurofondi tuletisinstrumentidega seotud üldriskile investeerimispiirang ning sama direktiivi artikli 83 lõike 2 punktis a 10 % ajutine laenupiirang. Direktiivi 2011/61/EL artikli 25 lõige 3 annab riiklikele pädevatele asutusele õiguse kehtestada piiranguid finantsvõimendusele või muid asjaomast alternatiivsete investeerimisfondide valitsemist käsitlevaid piiranguid. Lisaks sätestab direktiiv 2011/61/EL artikli 25 lõige 7 Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve õiguse otsustada, et AIFi valitseja või AIFide valitsejate rühma kasutatav finantsvõimendus kujutab endast tõsist ohtu finantsüsteemi stabiilsusele ja terviklikkusele, ja anda asjaomasele pädevale asutusele nõu, täpsustades vajalikud parandusmeetmed, sh piirangud finantsvõimendusele.
- (8) Süsteemsete riskide leevendamise tagamiseks tuleb järjepidevalt kohaldada kõrgeid standardeid fondijuhtide riskijuhtimissuutlikkusele kogu liidus. On tõendeid, et kehtiv õigusraamistik võimaldab investeerimisfondide tõhusat riskijuhtimist usaldatavusnõuete mikrotasandil. Nende tulemuslikkus makrotasandil on aga suures osas veel katsetamata. Käesoleva soovitus eesmärk on käsitleda likviidsuse mittevastavusest tulenevaid süsteemseid riske ning finantsvõimenduse kasutamist investeerimisfondides. Soovitus kohaldatakse varahaldussektorile ning see laiendab liidu makrotasandi usaldatavusjärelvalve raamistikku.
- (9) Soovitus A eesmärk on käsitleda võimalikke riske seoses fondijuhtide likviidsuse haldamise vahendite (nt lunastamistasu, lunastamise ajalised piirangud või lunastamise ajutine peatamine) ebapiisavusega. Nende vahendite puudumisel võib varahindade langusest tingitud lunastamise surve põhjustada süsteemiülest likviidsusstressi ning teravdada varahindade langust, mis võib omakorda ohustada finantsstabiilsust. Mitmekesise likviidsuse haldamise vahendite kogumi kättesaadavus kõikides liikmesriikides suurendaks fondijuhtide võimekust hallata lunastamise survet turulikviidsuse pingete korral. Lisaks sellele peab soovitus A vajalikuks suurendada riiklike pädevate asutuste poolt lunastamiste peatamise selgust.
- (10) Soovitus B eesmärk on leevendada ja vältida avatud AIFide likviidsuse mittevastavust. Mõned avatud AIFid hoiavad suurt osa oma investeeringutest vähem likviidsuse olemusega varades. Näiteks kinnisvarasse, börsil noteerimata väärtpaberitesse, laenudesse ja muudesse alternatiivsetesse varadesse investeerivad investeerimisfondid. Asjaomased investeerimisfondid peavad tõestama riiklikele pädevatele asutustele oma investeerimisstrateegia järgimise võimekust turustressi korral nii tegevusloa väljastamisel kui hiljem.
- (11) Soovitus C eesmärk on soodustada järjepidevat likviidsusstressi testimist investeerimisfondide tasandil. Stressitesti aitavad fondijuhtidel määratleda võimalikud investeerimisstrateegia nõrkused ning investeerimisfondi kriisiks ette valmistada. Õigesti läbiviidud stressitest peaks riskijuhtimist ja otsustamist abistava vahendina vähendada

(1) Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2009/65/EÜ, 13. juuli 2009, vabalt võõrandatavatesse väärtpaberitesse ühiseks investeerimiseks loodud ettevõtjaid (eurofondid) käsitlevate õigus- ja haldusnormide kooskõlastamise kohta (ELT L 302, 17.11.2009, lk 32).

(2) Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2011/61/EL, 8. juuni 2011, alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate kohta, millega muudetakse direktiive 2003/41/EÜ ja 2009/65/EÜ ning määruseid (EÜ) nr 1060/2009 ja (EL) nr 1095/2010 (ELT L 174, 1.7.2011, lk 1).

likviidsusriski investeerimisfondide tasandil ning aitama kaasa likviidsusriski vähendamisele finantsüsteemi tasandil. Juhiste andmine fondijuhtide likviidsusstressi testide läbi viimiseks vähendab likviidsusriski nii investeerimisfondide kui süsteemi tasandil ning tugevdab üksuste likviidsuse juhtimise võimekust investorite parimates huvides, sealhulgas vähendab üllatusmomenti ja ootamatult suurenenud lunastamiste mahust tulenevat kiirreageerimist.

- (12) Soovituse D eesmärk on kehtestada ühtne liiduülene eurofondide aruandlusraamistik. Kuigi paljudes liikmesriikides on eurofondidele kehtestatud aruandluskohustus, erineb aruandlus nii sageduse, eurofondide hõlmatuse kui esitatavate andmete osas. Ühtse aruandlusraamistiku puudumine ei võimalda jälgida ja põhjalikult hinnata eurofondide võimalikku rolli finantsstabiilsuse riskide juhtimisel. Samuti vähendab eurofondide ühtne aruandlusraamistik aruandluse ebatõhususi nii riiklikes pädevates asutustes kui sektoris tervikuna.
- (13) Soovitus E aitab rakendada direktiivi 2011/61/EL artiklit 25, mis sätestab makrotasandi usaldatavusjärelevalve vahendi AIFide finantsvõimenduse piiramiseks. Selle vahendi kasutamist tuleb täpsustada ning töötada välja ühtne lähenemine, mis tagaks vahendite harmoneeritud kasutamise riiklike pädevate asutuste poolt. Seetõttu tuleks välja töötada suunised raamistikuks, mis võimaldab hinnata finantsvõimenduse riske ning kujundada, kalibreerida ja rakendada finantsvõimenduse piiranguid.
- (14) Käesolev soovitus toetab proportsionaalset raamistikku süsteemsete riskide juhtimiseks, mis võivad tekkida või mida võib soodustada investeerimisfondide sektor, mille puhul säilivad kõik olulised lunastamise tingimused, mis muudavad avatud investeerimisfondid investoritele atraktiivseks ning soodustavad ühist investeerimist.
- (15) Käesolev soovitus võtab arvesse rahvusvahelise ja Euroopa tasandi algatusi makrotasandi usaldatavusjärelevalve poliitika kujundamiseks, et leevendada investeerimisfondide likviidsuse mittevastavusest ja finantsvõimendusest tulenevaid riske, eelkõige finantsstabiilsuse nõukogu (FSB) ja Rahvusvahelise Väärtpaberijärelevalve Organisatsiooni (IOSCO) tööd. 12. jaanuaril 2017 avaldas FSB soovitused investeerimisfondide likviidsuse mittevastavusest ja finantsvõimenduse kasutamisest tulenevate varahaldustoimingute struktuursete haavatavuste leevendamiseks <sup>(1)</sup>. FSB töö täiendamiseks on IOSCO-le tehtud ülesandeks rakendada FSB soovitusi. See protsess jätkub.
- (16) Kehtiva investeerimisfondide õigusraamistiku makrotasandi usaldatavusjärelevalve elementide rakendamiseks ning riiklike pädevate asutuste järjekindla toimimise tagamiseks on käesolev soovitus osaliselt adresseeritud ESMA-le seoses ESMA toetava ja koordineeriva rolliga.
- (17) Muude investeerimisfondidest tulenevate riskide leevendamiseks soovitatakse Euroopa Komisjonil teha täiendavate õigusmeetmete ettepanekuid. Teatavasti on komisjon juba päevakorda võtnud valdkonna õigusaktide läbivaatamise. See võimaldab käsitleda soovitustes osutatud makrotasandi usaldatavusjärelevalve küsimusi.
- (18) Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu (ESRN) soovitusel avaldatakse pärast Euroopa Liidu Nõukogule ESRNi haldusnõukogu kavatsusest teatamist ja nõukogule vastamise võimaluse andmist,

ON VASTU VÕTNUD KÄESOLEVA SOOVITUSE:

1. JAGU

#### SOOVITUSED

##### Soovitus A – likviidsuse juhtimise vahendid lunastamise puhul

1. Komisjonil soovitatakse teha ettepanek sätestada liidu õigusaktides ühtne liidu õigusraamistik täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite kohta liidu päritolu investeerimisfondide korralduses, mis võimaldaks igal juhtimise eest vastutaval üksusel teha otsuseid täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite lisamiseks alusdokumentidesse või muusse investeerimisfonde käsitlevasse lepingueelsesesse teabematerjali.

<sup>(1)</sup> Finantsstabiilsuse nõukogu, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, jaanuar 2017.

2. Komisjonil soovitatakse teha ettepanek täpsustada liidu õiguses riikliku pädeva asutuse rolli, kui kasutatakse lunastamiste peatamise volitusi, millel on piiriülene mõju finantsstabiilsusele.
3. Komisjonil soovitatakse teha ettepanek sätestada liidu õiguses üldine ESMA toetav, nõuandev ja koordineeriv roll, kui riiklik pädev asutus kasutab lunastamiste peatamise volitusi, millel on piiriülene mõju finantsstabiilsusele kooskõlas soovitusega A2.

#### **Soovitus B – täiendavad sätted ülemäärase likviidsuse mittevastavuse tõenäosuse vähendamiseks**

Komisjonil soovitatakse teha ettepanek sätestada liidu õiguses meetmed, mis võimaldaksid piirata süsteemsete riskide kuhjumise või turuhäirete mõjutamise ulatust likviidsuse ülekandmise korral AIFides.

#### **Soovitus C – stressitestide läbiviimine**

Järelevalvealase lähenemise soodustamiseks soovitatakse ESMA-l töötada välja juhised juhtidele stressitestide läbiviimiseks konkreetsete AIFide ja eurofondide likviidsusriski osas.

#### **Soovitus D – eurofondide aruandlus**

1. Komisjonil soovitatakse teha ettepanek sätestada liidu õiguses nõue, mille kohaselt peavad eurofondid ja eurofondide valitsejad korrapäraselt esitama aruandeid, eelkõige likviidsusriski ja finantsvõimenduse andmeid, pädevale asutusele ja asjaomasele riiklikule pädevale asutusele, kui see ei ole eurofondide aruandluse osas pädev asutus.
2. Komisjonil soovitatakse teha ettepanek sätestada aruandlusraamistikus, et soovitus D1 osutatud andmeid esitavad vähemalt kord kvartalis eurofondid ja eurofondide valitsejad, kelle osakaal on finantsstabiilsuse perspektiivist piisavalt asjakohane. Andmete allkogumi peaks esitama kõik esindava valimi eurofondid ja eurofondide valitsejad vähemalt kord aastas.
3. Komisjonil soovitatakse teha ettepanek sätestada riiklike pädevate asutuste kohustus teha soovitus D1 määratletud andmed kättesaadavaks kõikide asjaomaste liikmesriikide riiklikele pädevatele asutustele, ning ESMA-le ja ESRNile.

#### **Soovitus E – juhised direktiivi 2011/61/EL artikli 25 kohta**

1. ESMA-l soovitatakse anda juhised raamistiku kohta, mis võimaldab hinnata, mil määral tekitab AIF sektori finantsvõimendus finantsüsteemi süsteemse riski kuhjumist.
2. ESMA-l soovitatakse anda juhised makrotasandi usaldatavusjärelevalve finantsvõimenduse piirangute kujundamiseks, kalibreerimiseks ja rakendamiseks.
3. ESMA-l soovitatakse anda juhised, mille alusel riiklikud pädevad asutused saaksid teavitada ESMA-t, ESRNi ja teisi riiklike pädevaid asutusi oma kavatsusest rakendada makrotasandi usaldatavusjärelevalve meetmeid vastavalt direktiivi 2011/61/EL artikli 25 lõikele 3.
4. ESMA-l soovitatakse kasutada riiklikelt pädevatelt asutustelt vastavalt direktiivi 2011/61/EL artikli 25 lõikele 3 saadud andmeid, et võrrelda ja jagada teadmisi riigi makrotasandi usaldatavusjärelevalve asutustega ja ESRNiga praktika kohta, mis puudutavad finantsvõimenduse piirangute kasutamist ning muude piirangute kehtestamist alternatiivseid investeerimisfondide juhtimisele.

#### 2. JAGU

#### **RAKENDAMINE**

##### **1. Mõisted**

1. Käesolevas soovitusel kasutatakse mõisteid järgmises tähenduses:

- a) „täiendavad likviidsuse juhtimise vahendid“ (*additional liquidity management tools, a-LMT*) – vahendid, mis aitavad avatud alternatiivsetel investeerimisfondidel ja eurofondidel ning nende valitsejatel kohaselt ja tõhusalt hallata lunastamisaotlusi, eriti halvenenud turutingimuste korral. Need vahendite hulka peaksid kuuluma sellised sündmusjärgsed meetmed nagu tagasivõtmiste või edasilükatud lunastamiste peatamine (ajalised piirangud/pikendavad etteteatamisajad) ning ennetavad meetmed, näiteks kauplemiskulude jagamine märkimist/tagasivõtmist kasutavate investorite vahel („kõikuv hinnakujundus“ / lahjendusvastased tasud);

- b) „alternatiivne investeerimisfond (AIF)“ (*alternative investment fund*) – kollektiivne investeerimisettevõtja vastavalt määratlusele direktiivi 2011/61/EL artikli 4 lõike 1 punktis a;
  - c) „AIFI valitseja“ (*alternative investment fund managers*) – direktiivi 2011/61/EL artikli 4 lõike 1 punktis b määratletud tähendus, arvestades nimetatud direktiivi artikli 2 lõikes 3 sätestatud välistusi ja artiklis 3 sätestatud erandeid;
  - d) „avatud AIFI valitseja“ (*AIFMs of open-ended AIFs*) – fondivalitseja, kes kuulub komisjoni delegeeritud määruse (EL) nr 694/2014<sup>(1)</sup> artikli 1 lõikes 2 määratletud kategooriasse;
  - e) „valitsemise eest vastutav üksus“ (*entity responsible for management*) – i) fondivalitseja vastavalt määratlusele direktiivi 2009/65/EÜ artikli 2 lõike 1 punktis b; ii) äriühinguna asutatud eurofond, mis ei ole määranud fondivalitsejat, vastavalt direktiivis 2009/65/EÜ sätestatud; iii) AIFI valitseja vastavalt määratlusele direktiivi 2011/61/EL artikli 4 lõike 1 punktis b ja iv) direktiivi 2011/61/EL artikli 5 lõike 1 punktis b nimetatud, investeerimisühinguna asutatud ja siseselt valitsetav AIF, mis ei ole määranud AIFI valitsejat;
  - f) „finantsvõimendus“ (*leverage*) – meetod, millega investeerimisfond suurendab oma riskipositsiooni fondi varasid ületavas mahu, laenates raha või väärtpabereid või tuletislepingutega kaasneva finantsvõimenduse abil või muude vahenditega;
  - g) „riiklik pädev asutus“ (*national competent authority, NCA*) – pädev asutus määratluse kohaselt direktiivi 2009/65/EÜ artikli 2 lõike 1 punktis h või kohastel juhtudel direktiivi 2011/61/EL artikli 4 lõike 1 punktis f;
  - h) „süsteemne risk“ (*systemic risk*) – määruse (EL) nr 1092/2010 artikli 2 punktis c määratletud tähendus;
  - i) „vabalt võõrandatavatesse väärtpaberitesse ühiseks investeerimiseks loodud ettevõtja (eurofond)“ (*undertaking for collective investment in transferable securities*) – direktiivi 2009/65/EÜ artikli 1 lõikes 2 määratletud ettevõtja, millele on antud tegevusluba vastavalt selle direktiivi artiklile 5;
  - j) „eurofondi valitseja“ (*UCITS management company*) – direktiivi 2009/65/EÜ artikli 2 lõike 1 punktis b määratletud tähendus.
2. I ja II lisa on käesoleva soovitusel lahutamatu osa. Vastuolu korral põhiteksti ja lisa vahel on üliluslik põhitekst.

## 2. Rakendamise kriteeriumid

1. Käesoleva soovitusel rakendamisel kohaldatakse järgmisi kriteeriume:

- a) soovitus hõlmab AIFe, AIFI valitsejaid; eurofonde ja eurofondi valitsejaid;
- b) vältida tuleb õigussüsteemide erinevuste ärakasutamist;
- c) kohast tähelepanu tuleb pöörata proportsionaalsuse põhimõttele, võttes arvesse iga soovitusel eesmärki ja sisu;
- d) vastavuskriteeriumid on toodud I lisas.

2. Adressaadid peavad ESRNile ja nõukogule esitama aruande käesolevast soovitusel tulenevate meetmete võtmise kohta või esitama piisavad põhjendused nende võtmata jätmise kohta. Aruanne peab käsitlema vähemalt järgmist:

- a) teave võetud meetmete sisu ja tähtaegade kohta, sh kohastel juhtudel mis tahes tegevus seoses Euroopa järelevalveasutustega;
- b) hinnang võetud meetmete toime kohta käesoleva soovitusel eesmärki silmas pidades;
- c) üksikasjalik põhjendus tegevusetuse või käesolevast soovitusel kõrvalekaldumise kohta, sh mistahes viivituse kohta.

## 3. Edasine ajakava

Adressaadid peavad ESRNile ja nõukogule esitama aruande käesolevast soovitusel tulenevate meetmete võtmisest või piisavad põhjendused nende võtmata jätmise kohta kooskõlas järgmiste tähtaegadega.

### 1. Soovitus A

Komisjon peab ESRNile ja nõukogule esitama soovitusel A1, A2 ja A3 rakendamise aruande 31. detsembriks 2020.

<sup>(1)</sup> Komisjoni delegeeritud määrus (EL) nr 694/2014, 17. detsember 2013, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2011/61/EL seoses regulatiivsete tehniliste standarditega, millega määratakse kindlaks alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate liigid (ELT L 183, 24.6.2014, lk 18).

## 2. Soovitus B

Komisjon peab ESRNile ja nõukogule esitama soovitus B rakendamise aruande 31. detsembriks 2020.

## 3. Soovitus C

ESMA peab ESRNile ja nõukogule esitama soovitus C nimetatud juhise 30. juuniks 2019.

## 4. Soovitus D

Komisjon peab ESRNile ja nõukogule esitama soovitus D1, D2 ja D3 rakendamise aruande 31. detsembriks 2020.

## 5. Soovitus E

- a) Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve peab ESRNile ja nõukogule esitama soovitus E1, E2 ja E3 nimetatud juhise 30. juuniks 2019.
- b) Alates 31. detsembrist 2019 peab ESMA esitama riikide makrotasandi usaldatavusjärelevalve asutustele ja ESRNile vähemalt kord aastas soovitus E4 nimetatud teabe.

## 4. Jälgimine ja hindamine

### 1. ESRNi sekretariaat:

- a) abistab adressaate, tagab aruandluse kooskõlastamise ja asjakohaste vormide koostamise ning täpsustab vajadusel meetmete võtmise korda ja tähtaegu;
- b) kontrollib soovitus järgimist adressaatide poolt, abistab neid vajaduse korral ning esitab haldusnõukogule juhtkomitee kaudu meetmete aruande.

### 2. Haldusnõukogu hindab adressaatide meetmeid ja põhjendusi ning võib asjakohastel juhtudel otsustada, et käesolevat soovitus ei ole järgitud ning et adressaadi põhjendused tegevusetuse kohta ei ole piisavad.

Frankfurt Maini ääres, 7. detsember 2017

*ESRNi haldusnõukogu nimel ESRNi sekretariaadi juhataja,*

Francesco MAZZAFERRO

---

## I LISA

## SOOVITUSTE VASTAVUSKRITERIUMID

**Soovitus A**

Soovitus A osas määratletakse järgmised vastavuskriteeriumid.

Soovitus A1 – täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite kättesaadavus

Liidu õigus peaks võimaldama seaduslikult kasutada paljusid täiendavaid likviidsuse juhtimise vahendeid ning sätestama selle puhul, et eelkõige vastutavad nende vahendite kasutamise ja rakendamise eest varahaldurid ning et mõned vahendid ei ole sobivad või vajalikud kõikidele avatud fondidele. Täiendavad likviidsuse juhtimise vahendid peaksid aitama avatud AIFidel ja vabalt võõrandatavatesse väärtpaberitesse ühiseks investeringuks loodud ettevõtjatel (eurofondid) ning samuti nende valitsejatel kohaselt ja tõhusalt hallata lunastamisaotlusi, eelkõige halvenenud turutingimuste korral.

Komisjoni ettepanek asjaomaste liidu õigusaktide muutmiseks peaks hõlmama järgmisi kohustusi:

- a) avatud AIFide valitsejatele ja eurofondide valitsejad peavad hindama kõiki võimalikke täiendavate likviidsuse juhtimise vahendeid ning konkreetselt hindama, millised neist on sobivad nende valitsetavate fondide investeerimisstrateegiatega, ning sätestama selle oma alusdokumentides või muus lepingueelses teabes, mida saaks kasutada nii tavalistes kui ka halvenenud turutingimustes ning tagama investoritele nende vahendite suhtes piisava läbipaistvuse;
- b) avatud AIFide valitsejad ja eurofondide valitsejad peavad oma alusdokumentides sätestama vähemalt õiguse peatada lunastamised, seda eelkõige halvenenud turutingimustes;
- c) avatud AIFide valitsejad ja eurofondide valitsejad peavad tagama, et kasutatavate täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite õigeaegsaks aktiveerimiseks oleks olemas vajalik tegevussuutlikkus ja hädaolukorrakava;
- d) avatud AIFide valitsejad ja eurofondide valitsejad peavad esitama riiklikele pädevatele asutustele aruande täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite rakendamise ja kasutamise kohta;
- e) võttes arvesse Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu (ESRN) arvamust makrotasandi usaldatavusjärelevalve küsimustes, töötab Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve (ESMA) välja juhise järgmise kohta:
  - i) täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite määratlused ja näitajad;
  - ii) punkti A1 alapunkti a alusel sobivuse hindamise kriteeriumid;
  - iii) punkti A1 alapunktis a sätestatud täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite läbipaistvuse nõuded;
  - iv) kõrgetasemelised põhimõtted selle kohta, kuidas täiendavaid likviidsuse juhtimise vahendeid tuleb fondi likviidsuse juhtimise protsessis rakendada;
  - v) kuidas hinnata ja käsitleda täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite kasutamisel ilmnevaid võimalikke ootamatuid tagajärgi;
  - vi) nõue esitada aruanne riiklikele pädevatele asutustele vastavalt punkti A1 alapunktile a ja
  - vii) läbipaistvuse tase investoritele täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite aktiveerimisel ja nende kasutamise ajal.

Juhises tuleb arvesse võtta vajalikku hädaolukorrakava, mida tuleb kohaldada eelnevalt, nagu on nõutav punkti A1 alapunktis c, et selliste täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite käivitamine oleks viivitamatu ja tõhus.

A2 – täiendavad sätted riiklike pädevate asutuste poolt lunastamiste peatamise kohta, mis mõjutab piiriülest finantsstabiilsust

Komisjoni ettepanek liidu õigusaktide muutmiseks peaks hõlmama järgmist:

- a) riiklike pädevate asutuste vastavate rollide ja koostöö täpsustus seoses lunastamiste peatamisega piiriülese finantsstabiilsuse huvides, kui AIF või eurofond asub ühes liikmesriigis, ent tema fondivalitseja asub teises liikmesriigis, st esineb piiriülene mõju;

- b) riikliku pädeva asutuse kohustus teavitada enne volituste kasutamist teisi asjaomaseid riiklikke pädevaid asutusi, ESMA-t ja ESRNi, et ta kasutab oma volitust lunastamiste peatamise korralduse andmiseks piiriülese finantsstabiilsuse huvides.

A3 – täiendavad sätted ESMA rolli kohta olukorras, kus riiklik pädev asutus peatab lunastamised, millel on mõju piiriülesele finantsstabiilsusele

Komisjoni ettepanek asjaomaste liidu õigusaktide muutmiseks peaks hõlmama ESMA kohustust, et ta tagab oma üldise, toetamise, nõustamise ja koordineerimise rolli täitmise seoses riiklike pädevate asutuste volitustega peatada lunastamised, millel on mõju piiriülesele finantsstabiilsusele.

### **Soovitus B**

Soovituse B osas määratletakse järgmised vastavuskriteeriumid.

Komisjoni ettepanek asjakohaste liidu õigusaktide muutmiseks peaks hõlmama järgmist:

- a) ESMA volitamine vähem likviidse olemusega varade loetelu koostamiseks ja ajakohastamiseks tema enda analüüsi alusel, võttes eelnevalt arvesse ESRNi arvamust makrotasandi usaldatavusjärelevalve küsimuste kohta ning Euroopa Pangandusjärelevalve ja Euroopa Kindlustus- ja Tööandjapensionide Järelevalve Asutuse arvamusi sektoriülese järjepidevuse kohta. Seda loetelu koostades peab ESMA kaaluma vähemalt kinnisvara, börsil noteerimata väärtpabereid, laene ja muud alternatiivset vara, mis näib olevat vähem likviidse olemusega. Analüüsis tuleb muu hulgas arvesse võtta aega, mis kulub nende varade realiseerimiseks halvenenud turutingimustes;
- b) punkti B alapunktis a nimetatud vähem likviidse olemusega varade loetelus toodud varadesse olulisel määral investeerivate avatud AIFide valitsejate kohustus tõendada riiklikele pädevatele asutustele oma võimekust säilitada oma investeerimisstrateegia ettenähtavate turutingimuste korral. Hinnang peab hõlmama muu hulgas konkreetselt kohandatud lunastamispoliitikat, täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite rakendamist ja/või punkti B alapunktis a nimetatud vähem likviidse olemusega varade loetelus sisalduvate varade olemuslikke piiranguid. Kui selliseid olemuslikke piiranguid kasutatakse, tuleb neist riiklikele pädevatele asutustele teatada asjaomase investeerimisfondi asutamisel ja pärast seda teatada iga kord, kui need muutuvad. ESMA poolt koostatavate suuniste rakendamisest peab tulenema investo-rite teavitamine;
- c) õigus kehtestada avatud AIFide valitsejate suhtes valikuliselt üleminekusätteid, milles määratletakse lubatav tähtaeg õigusaktide nõuete järgimiseks olukorras, kus varasid lisatakse punkti B alapunktis a nimetatud vähem likviidse olemusega varade loetellu ja, vajaduse korral, kui ületatakse sisemisi piiranguid, et vältida soovimatuid, kahjulikke mõjusid.

### **Soovitus C**

Soovituse C osas määratletakse järgmised vastavuskriteeriumid.

ESMA poolt likviidsusstressi testimist käsitlevas juhises tuleb muu hulgas käsitleda järgmist:

- a) likviidsusstressi testimise stsenaariumide kujundus;
- b) likviidsusstressi testimise poliitika põhimõtted, sealhulgas likviidsusstressi testimise tulemuste sisekasutus;
- c) kaalutlused seoses investeerimisfondi bilansi varade ja kohustuste pooltega ja
- d) üksikute fondide likviidsusstressi testimise ajastus ja sagedus.

Juhis peab põhinema direktiivi 2011/61/EL stressitestimise nõuetel ning sellel, kuidas turuosalisel stressitestimist läbi viivad.

### **Soovitus D**

Soovituse D osas määratletakse järgmised vastavuskriteeriumid.

Soovitus D1 – Eurofondide ja nende valitsejate aruandluskohustused

Komisjoni ettepanek asjakohaste liidu õigusaktide muutmiseks peaksid hõlmama aruandluskohustust nii valitseja- kui ka fondipõhiste andmete osas, arvestades eurofondide erisusi. Esitatavad andmed peavad võimaldama süsteemiriski mõjutavate võimalike haavatavuste piisavat seiret ning hõlmama vähemalt järgmist:

- a) kõikide fondivalitseja valitsetavate eurofondide valitsemisel olevate varade väärtus;
- b) kaubeldavad instrumendid ja üksikud riskid;



- c) investeerimisstrateegia;
- d) üldine risk/finantsvõimendus;
- e) stressitestimine;
- f) tõhusad portfellihooldustehnikad;
- g) vastaspoole risk/tagatis;
- h) likviidsusrisk;
- i) krediidirisk ja
- j) kauplemismahud.

Komisjon peaks kohastel juhtudel tegema ettepaneku investeerimisfondide ja nende valitsejate üldiste aruandlusnõuete ühtlustamise kohta, eelkõige eurofondide osas soovitatud aruandluse ja direktiivi 2011/61/EL alusel juba rakendatud aruandlusmeetmete ühtlustamiseks. Sellega seoses peaks komisjon arvesse võtma ka Euroopa Parlamendi ja nõukogu määruses (EL) 2017/1131<sup>(1)</sup> sätestatud aruandlusnõudeid. See ühtlustamine peaks võimaldama kasutada olemasolevaid aruandlusplatvorme, saavutama sünergiaid ja vältima varahaldurite põhjendamatut koormust.

Lisaks peaks komisjon liidu õigusaktide muutmisel sätestama, et kui eurofondi valitseja riiklik pädev asutus erineb eurofondi enda riiklikust pädevast asutusest, siis peab eurofondi valitseja esitama aruandlusteabe ka eurofondi riiklikule pädevale asutusele, kui seda nõutakse.

D2 – eurofondide ja nende valitsejate aruandluskohustuste sagedus ja ulatus

Komisjoni ettepanek liidu õigusaktide muutmiseks peaks hõlmama järgmisi nõudeid:

- a) soovitus D1 osutatud andmed tuleks esitada vähemalt kord kvartalis, et võimaldada tulemuslikku finantsstabiilsuse riski jälgimist ja ühtlasi arvesse võtta proportsionaalsust seoses aruandluskohustuslike üksustega;
- b) fondivalitseja valitsetavat koguvara ja individuaalsete eurofondide valitsetavat koguvara tuleb arvesse võtta aruandlusulatuse kehtestamisel, mis tagaks sektori piisava osa katmise aruandlusega, mis on vajalik finantsstabiilsuse riskide hindamisel.

D3 – harmoneeritud aruandlus ja teabevahetus

Komisjoni ettepanek liidu õigusaktide muutmiseks peaks hõlmama kohustust edastada soovitus D1 osutatud teave asjaomase liikmesriigi pädevale asutusele, ESMA-le ja ESRNile, et tagada eurofondide andmete aruandluse harmoneeritus teabevahetusega direktiivi 2011/61/EL alusel. Selles osas peaks komisjon võtma arvesse ka aruandlusnõudeid määruse (EL) 2017/1131 alusel.

### **Soovitus E**

Soovituse E osas määratletakse järgmised vastavuskriteeriumid.

E1 – finantsvõimendusega seotud süsteemse riski hindamine

ESMA poolt antavad juhised peaksid hõlmama järgmist:

- a) riiklikud pädevad asutused peavad oma hindamises arvesse võtma ühiste näitajate miinimumkogumit;
- b) juhised punkti E1 alapunktis a osutatud näitajate arvutamiseks aruandlusandmete alusel vastavalt direktiivi 2011/61/EL artiklile 24 ja
- c) kvalitatiivsed ja võimaluse korral kvantitatiivsed kirjeldused näitajate tõlgendamise kohta hindamisraamistiku kontekstis.

<sup>(1)</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) 2017/1131, 14. juuni 2017, rahaturufondide kohta (ELT L 169, 30.6.2017, lk 8).

Punkti E1 alapunktis a osutatud ühiste näitajate kogum peaks:

- 1) lihtsustama finantsvõimenduse taseme, allika ja erineva kasutuse hindamist;
- 2) lihtsustama peamiste kanalite hindamist, mille kaudu süsteemne risk võib realiseeruda, st kiirmüügid, otsene ülekandmine finantseerimisasutustele, kredidivahenduse katkemine ja
- 3) andma piisava ja kasuliku aluse, et riiklikud pädevad asutused saaksid teavitada ESMA-t seoses tema soovitud direktiivi 2011/61/EL artikli 25 lõike 6 alusel ja põhimõtetega komisjoni delegeeritud määruse (EL) nr 231/2013<sup>(1)</sup> artikli 112 alusel, kas tingimused alternatiivse investeerimisfondi valitsemisele finantsvõimendus- ja muude piirangute seadmiseks on täidetud.

E2 – makrotasandi usaldatavusjärelvalve finantsvõimenduse piirangud

ESMA poolt antavad juhised peaksid hõlmama järgmist:

- a) erinevat liiki finantsvõimenduse piirangute kirjeldus, sh nende tulemuslikkuse ja tõhususe hinnang seoses ülemäärase finantsvõimenduse leevendamiseiga;
- b) põhimõtete kogum, mida riiklikud pädevad asutused peavad arvesse võtma finantsvõimenduse piirangute kalibreerimisel. Need põhimõtted peaksid hõlmama vähemalt järgmist: i) kinnitus, mis sätestab finantsvõimenduse piirangud direktiivis 2011/61/EL kehtestatud finantsvõimenduse määrade alusel, ii) finantsvõimenduse määrade kohaldamise kriteeriumid ja iii) põhimõtted finantsvõimenduse piirangute regulaarseks läbivaatamiseks;
- c) põhimõtete kogum, mida riiklikud pädevad asutused peavad arvesse võtma finantsvõimenduse piirangute kohaldamisel ja mis hõlmavad vähemalt järgmist: i) põhimõtted, millega tasakaalustatakse reeglitel ja kaalutlustel põhinev piirangute seadmine; ii) muude poliitikameetmete vastasmõjuga seotud põhimõtted; iii) liidu ametiasutuste vahelise koordineerimise põhimõtted.

E3 – teatamiskord

ESMA juhised peaksid lubama riiklikel pädevatel asutustel teavitada ESMA-t, ESRNi ja muid asjaomaseid riiklikke pädevaid asutusi. Eelkõige tuleks juhistes hõlmata tõhus töökorraldus, teadete vormid ja aruandlusnõuded seoses riiklike pädevate asutuste hinnanguga makrotasandi usaldatavusmeetmete kohaldamise vajaduse kohta kooskõlas direktiivi 2011/61/EL artikli 25 lõikega 3.

E4 – võrdlusuuring

ESMA peaks kord aastas edastama riiklikele makrotasandi ametiasutustele ja ESRNile:

- a) oma võrdlusuuringu tulemused;
- b) finantsvõimenduse piirangutega seotud tavad (kui on) ja muud AIFide juhtimise piirangud riiklikelt pädevatelt asutustelt direktiivi 2011/61/EL artikli 25 lõike 3 alusel saadud teabe põhjal.

---

<sup>(1)</sup> Komisjoni delegeeritud määrus (EL) nr 231/2013, 19. detsember 2012, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2011/61/EL seoses erandite, üldiste tegutsemistingimuste, depositeerimise, finantsvõimenduse, läbipaistvuse ja järelvalvega (ELT L 83, 22.3.2013, lk 1).

## II LISA

## MAJANDUSLIKUD KAALUTLUSED JA HINNANG

## SISUKORD

	Lehekülg
<b>Kasutatud lühendid</b> .....	12
<b>I. Sissejuhatus</b> .....	13
<b>II. ESRNi soovitus investeerimisfondide likviidsusriski ja finantsvõimenduse riski kohta</b> .....	17
<b>II.1. Soovitus A – likviidsuse juhtimise vahendid seoses tagasivõtmisega</b> .....	17
II.1.1. Majanduslikud kaalutlused ja kavandatud mõju .....	17
Soovitus A1 – täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite kättesaadavus .....	17
Soovitused A2 ja A3 – täiendavad sätted riiklike pädevate asutuste ja ESMA rolli kohta seoses finantsstabiilsusele piiriülest mõju avaldavate tagasivõtmiste peatamisega riiklike pädevate asutuste poolt .....	21
II.1.2. Soovimatu mõju .....	22
<b>II.2. Soovitus B – täiendavad sätted liigse likviidsuse mittevastavuse tõenäosuse vähendamiseks</b> .....	22
II.2.1. Majanduslikud kaalutlused ja kavandatud mõju .....	22
II.2.2. Soovimatu mõju .....	30
<b>II.3. Soovitus C – stressitestide läbiviimine</b> .....	31
II.3.1. Majanduslikud kaalutlused ja kavandatud mõju .....	31
II.3.2. Soovimatu mõju .....	34
<b>II.4. Soovitus D – eurofondide aruandlus</b> .....	35
II.4.1. Majanduslikud kaalutlused ja kavandatud mõju .....	35
Soovitus D1 – eurofondide ja eurofondide valitsejate aruandluskohustused .....	35
Soovitus D2 – eurofondide ja nende fondivalitsejate aruandluskohustuste sagedus ja kaetus .....	38
Soovitus D3 – ühtlustatud aruandlus ja teabe jagamine .....	39
II.4.2. Soovimatu mõju .....	39
<b>II.5. Soovitus E – suunised direktiivi 2011/61/EL artikli 25 kohta</b> .....	40
II.5.1. Majanduslikud kaalutlused ja kavandatud mõju .....	40
Soovitus E1 – finantsvõimendusega seotud süsteemse riski hindamine .....	40
Soovitus E2 – makrotasandi usaldatavusjärelevalve finantsvõimenduse piirangud .....	45
Soovitus E3 – teatamiskord .....	48
Soovitus E4 – võrdlusuuring .....	48
II.5.2. Soovimatu mõju .....	48
<b>Viited</b> .....	49
<b>Lisa</b> .....	52

**Kasutatud lühendid**

<b>ABCP</b>	varaga tagatud kommertsväärtpaber
<b>ABS</b>	varaga tagatud väärtpaber
<b>AMBS</b>	riigitagatisega hüpoteekvõlakiri
<b>CDO</b>	kollateraliseeritud võlakohustus
<b>CESR</b>	Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve Komitee
<b>CLO</b>	kollateraliseeritud laenukohustus
<b>CMBS</b>	ärihüpoteekväärtpaber
<b>EBA</b>	Euroopa Pangandusjärelevalve
<b>EKP</b>	Euroopa Keskpank
<b>EKPS</b>	Euroopa Keskpankade Süsteem
<b>EL</b>	Euroopa Liit
<b>EMP</b>	Euroopa Majanduspiirkond
<b>ESMA</b>	Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve
<b>ESRN</b>	Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu
<b>ETP</b>	börsil kaubeldav toode
<b>EUR</b>	euro
<b>FSB</b>	finantsstabiilsuse nõukogu
<b>IOSCO</b>	Rahvusvaheline Väärtpaberijärelevalve Organisatsioon
<b>NAV</b>	vara puhasväärtus
<b>RMBS</b>	eluasemehüpoteekväärtpaber
<b>SEC</b>	väärtpaber- ja börsikomisjon
<b>VaR</b>	VaR riskiväärtus

Käesolevas lisas esitatakse taustteave ESRNi soovitude kohta, et toetada nende rakendamist Euroopa Liidus. Eelkõige käsitletakse allpool üksikasjalikult iga soovitus ning esitatakse nende majanduslikud kaalutlused ja hinnang, sealhulgas võimalikud soovitud ja soovimatud tagajärjed ning potentsiaalne turumõju. Analüüs põhineb ulatuslikel uurimistöödel ja poliitikadokumentidel, riikide õigusaktidel ning ESMA, ESRNi ja IOSCO uuringutel (nt likviidsuse juhtimise vahendite kättesaadavuse ja kasutamise kohta, fondi finantsvõimenduse kasutamise kohta kooskõlas Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiividega 2009/65/EÜ<sup>(1)</sup> ja 2011/61/EL<sup>(2)</sup> ning fondijuhtide kasutatavate stressitestide korralduse kohta).

## I. Sissejuhatus

### Struktuurilised kaalutlused

**Investeeringufondide sektor on Euroopa Liidus viimastel aastatel märkimisväärselt kasvanud.** Alates 2008. aastast on ELi investeeringufondide netovarade kogusumma rohkem kui kahekordistunud, suurenedes 6,2 triljonilt eurolt 15,3 triljonile eurole 2017. aasta kolmandas kvartalis<sup>(3)</sup>. Ühtlasi tuleb märkida, et Euroopa alternatiivsete investeeringufondide suurus samal ajal enam kui kolmekordistus, kasvades 1,6 triljonilt eurolt 5,8 triljonile eurole<sup>(4)</sup>. Kuna investeeringufondide sektori osa kogu finantsturul kasvab, muutub süsteemsete riskide juhtimine selles sektoris üha olulisemaks.

**Investeeringufondid võivad reageerida tururingetele väga erinevalt.** Investeeringufondid on vaid üks arvukatest investoriliikidest finantsturgudel – investorina tegutsevad ka pangad, kindlustusseltsid, pensionifondid, jaeinvestorid, perekondlikud investeeringufondid, riiklikud investeeringufondid ja mitmesugused vahendajad. Igal liigil on eriomane käitumisviis. Investeeringufondidele on näiteks omane koguda vahendeid väga paljudelt lõppinvestoritelt ja suunata need ühise investeeringu struktuuri kaudu turgudele. See omadus ja asjaolu, et enamik investeeringufonde on avatud (st lõppinvestorid võivad oma investeeringu fondist välja võtta enne selle alusvara tähtaega), tähendavad, et investeeringufondid võivad käituda tururingete korral väga erinevalt. Näiteks võib investeeringufond või selle osa müüa tururingete ja neist tingitud tagasivõtmiste tõttu märkimisväärses mahus varasid alanevate hindadega turul, süvendades seega turušokki ja tekitades finantsturul ebastabiilsust.

**Turušokkide korral investeeringufondid üldiselt jätkavad oma investeeringustrateegia järgimist.** Investeeringufondid kasutavad tavaliselt finantsvõimendust piiratud (v.a mõned alternatiivsed investeeringufondid)<sup>(5)</sup>. Sellised tagasivõtmisriski mittekoostavad fondid kalduvad oma varasid hoidma ja võivad isegi püüda hinnalanguse tõttu varasid osta, tekitades nii vastutsüklilise mõju.

### Riskiallikad

**Peamine põhjus, miks investeeringufondid võivad reageerida teisiti ja müüa turušoki ajal varasid alanevate hindadega turul, on ootamatult suur tagasivõtmisnõudlus.** Ehkki see ei ole senini olnud tavapärane arengusuund, on siiski esinenud üksikuid suure tagasivõtmisnõudluse juhtumeid tururingete tingimustes. Pealegi ei näita investeeringufondi varasem käitumine tingimata tema tulevast käitumist. Seetõttu ei saa olla kindel, et sellised suure tagasivõtmisnõudluse juhtumid on ka edaspidi harvad või isoleeritud sündmused. Tururingete olukorras võib tekkida suur tagasivõtmisnõudlus sel põhjusel, et investeeringufondid ei tegutse üksnes finantsvõimenduse pikaajaliste omakapitaliinvesteeringute vahendajana. Fonde kasutavad mõnikord ka lühiajalisemaid eesmärke taotlevad investorid, kelle osakaal võib olla väga erinev olenevalt muudest mõjutustest turul. Selle tulemusena on sektori süsteemne risk potentsiaalselt palju suurem, kui see oleks olukorras, kus suuremahuline tagasivõtmine toimub üksnes harva või isoleeritult. Sektori kasvades muutub see omakorda üha olulisemaks üldise süsteemse riski teguriks.

<sup>(1)</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2009/65/EÜ, 13. juuli 2009, vabalt võõrandatavatesse väärtpaberitesse ühiseks investeeringuks loodud ettevõtjaid (eurofondid) käsitlevate õigus- ja haldusnormide kooskõlastamise kohta (ELT L 302, 17.11.2009, lk 32).

<sup>(2)</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2011/61/EL, 8. juuni 2011, alternatiivsete investeeringufondide valitsejate kohta, millega muudetakse direktiive 2003/41/EÜ ja 2009/65/EÜ ning määruseid (EÜ) nr 1060/2009 ja (EL) nr 1095/2010 (ELT L 174, 1.7.2011, lk 1).

<sup>(3)</sup> „Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017“, Euroopa Fondivalitsejate Liit, detsember 2017.

<sup>(4)</sup> Alates 2014. aastast klassifitseeritakse alternatiivseid investeeringufonde vastavalt direktiivis 2011/61/EL sätestatud määratlusele. Sellest ajast alates on netovarad suurenenud rohkem kui 25 % võrra.

<sup>(5)</sup> Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu, „EU Shadow Banking Monitor“, nr 2, mai 2017.

**Süsteemse riski teine tähtis allikas on stiimulite olemasolu investeringute likviidsuse vähendamiseks suurema tootluse nimel, st finantsvõimenduse suurendamiseks, nii et tootlus oleks investorite jaoks atraktiivne.** Mida suurem on investeerimisfondi finantsvõimendus, seda väiksem on tõenäoliselt tema vastupanuvõime turupingete olukorras. Lisaks sellele, mida rohkem vähendab investeerimisfond tootluse suurendamiseks likviidsust, seda halvemini tuleb ta asjakohaselt toime järsult kasvava tagasivõtmisnõudlusega. Selline käitumine võib süveneda, kui tehtav kompromiss on võimalike investorite jaoks ebaselge kas seetõttu, et investeeritavad varad tunduvad olevat likviidsed, kuigi see likviidsus ei ole vastupidav, või siis põhjusel, et finantsvõimendus on lisatud tuletisinstrumentidesse ja selle ulatus ei ole läbipaistev.

**Süsteemse riski kolmas allikas on tagasivõtmismehhanismi toimimise viis.** Avatud investeerimisfondide korral võivad investeringust esimesena väljuvad isikud saada eelise, mille puhul tagasivõtmist alustanud investorid kannavad varase tagasivõtmise kulu vaid osaliselt ning järelejäänud osa peavad kandma ülejäänud osakuomanikud. Fondijuhte ohustab siinjuures ka mainerisk, mistõttu nad võivad suhtuda vastumeelselt tagasivõtmiste peatamise, isegi kui see oleks investorite huvides. Nad püüavad ühelt poolt pakkuda tagasivõtmist taotlenud investoritele likviidsust seni, kuni see on võimalik, ja teiselt poolt otsustada, kas asjaolud on peatamise õigustamiseks piisavalt erakorralised.

**Neljandaks põhjustab süsteemset riski tagasivõtmismehhanismi toimimise sõltuvus turu likviidsusest.** Paljude instrumentide puhul, millesse investeerimisfondid investeerivad, sõltub likviidsus üldjuhul turutegijatest ning on olnud ajast ja instrumendist olenevalt erinev. Hiljutised arengusuundumused – sealhulgas volatiilsuse vähenemine, elektroonilise kauplemise levik, likviidsuse allikate killustumine ning traditsiooniliste turutegijate (nt pankade ja maakler-diilerite) varade vähenemine, aga ka sellised tsüklilised tegurid nagu rahapoliitika – näitavad, et likviidsuse pakkumise struktuur võib aja jooksul muutuda (kuigi uurimistööde käigus ei ole praegu veel leitud üheseid tõendeid vähenenud likviidsuse kohta). Need muutused võivad turupingete tekkides mõjutada likviidsuse pakkumise elujõulisust. Likviidsuse struktuuris toimivate muutuste tähtsust on raske ennustada. Seetõttu võib juhtuda, et investeerimisfondid tuginevad likviidsustasemetele, mis on oodatust vähem vastupidavad.

**Investeerimisfondide finantsvõimenduse, likviidsus- ja tagasivõtmistingimused on omavahel tihedalt seotud.** Suuremaid lisatagatise nõudeid, vahendite väljavõtmist või ulatuslikumaid väärtuskärpeid kogevad finantsvõimendusega investeerimisfondid saavad teha kiireid muudatusi siis, kui neil on varad, mida saab kiiresti likvideerida. Kui aga suure finantsvõimendusega fondil on likviidseid varasid vähem ja ta puutub kokku võimalike varajaste tagasivõtmiste või laenuitingimuste muutmisega, võib tal tekkida vajadus müüa oma kohustuste täitmiseks kiiresti varasid vähem likviidsetel turgudel (madalama hinnaga). Kuigi investeerimisfond võib olla lisatagatise nõuete korral suuteline peatama tagasivõtmised investorite huvides, peab ta likvideerimise vältimiseks kiiresti hankima raha erakorralise rahastamise ja/või varade müügi kaudu, mis võib tekitada märkimisväärse vastaspoole riski ja avaldada suurt mõju varahindadele.

**Keskpangad ning turu- ja väärtpapierijärelevalve asutused on väljendanud muret selle üle, et investeerimisfondid võivad süsteemseid riske võimendada** <sup>(1)</sup>. Finantsstabiilsuse nõukogu (FSB) on üleilmsel tasandil kindlaks teinud, et investeerimisfondide likviidsuse mittevastavus ja finantsvõimenduse kasutamine võivad tekitada fondivalitsemise sektoris märkimisväärse struktuurse haavatavuse. Seetõttu on FSB rõhutanud, et oluline on uurida ja käsitleda võimalikku struktuurset haavatavust, mis tuleneb likviidsuse mittevastavusest ja finantsvõimenduse kasutamisest investeerimisfondides ning võib tekitada finantsstabiilsust ohustavaid riske. FSB soovib näiteks ametiasutustel jälgida finantsvõimenduse kasutamist fondides ja võtta vajaduse korral meetmeid <sup>(2)</sup>.

<sup>(1)</sup> Vt Inglismaa keskpanga finantsstabiilsuse aruanne, detsember 2015; ESMA „Report on Trends, Risks and Vulnerabilities“, nr 2, 2015; EKP finantsstabiilsuse ülevaade, mai 2016; finantsstabiilsuse järelevalvenõukogu „Update on Review of Asset Management Products and Activities“, aprill 2016 ning järgmised kõned: Vítor Constâncio „Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union“, aprill 2016; Steven Maijoor „Measuring and assessing stability risks in financial markets“, mai 2015; Mary Jo White „Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry“, detsember 2014.

<sup>(2)</sup> „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities“, finantsstabiilsuse nõukogu, jaanuar 2017.

## Investeeringufondide likviidsuse ja finantsvõimenduse praegune õigusraamistik

**Euroopa Liidus reguleerivad investeeringufondide likviidsuse ja finantsvõimenduse juhtimist direktiivid 2009/65/EÜ ja 2011/61/EL**, milles sätestatakse, kuidas investeeringufondid on Euroopas kohustatud juhtima oma likviidsus- ja finantsvõimenduspositsioone. Ühtlasi on need direktiivid aluseks investeeringufondide likviidsuse mittevastavusest ja finantsvõimenduse kasutamisest tulenevate süsteemsete riskide hindamisel.

**Eurofondid on põhjalikult reguleeritud investeeringufondid.** Eurofondid on investeeringufondid, mis investeerivad sellistesse kõlblikesse varadesse nagu sularaha, rahalaadsed hoiused, võlakirjad, omakapitaliinstrumendid, rahaturuinstrumendid ja teised investeeringufondid (vt infokast 1a). Eurofondide puhul esineb teoreetiliselt vähem võimalusi likviidsuse mittevastavuseks, sest nii nende varade kui ka kohustustega kaubeldakse eeldatavasti lühikese aja jooksul. Nad võivad investeerida üksnes sellistesse võõrandatavatesse väärtpaberitesse ja muudesse likviidsetesse finantsvaradesse, mille suhtes kohaldatavad kõlblikuskriteeriumid on täpsustatud konkreetses direktiivis <sup>(1)</sup>. Eurofondid on kohustatud (v.a investeeringufondi tegevuse peatamise korral) investori osaku selle omaniku taotluse korral tagasi võtma, mis tähendab, et eurofondid peavad lubama tagasivõtmist vähemalt kaks korda kuus, kuigi paljud neist lubavad seda iga päev või kord nädalas. Eurofondide suhtes kohaldatakse regulatiivseid finantsvõimenduse piiranguid. Eurofondid võivad kasutada finantsvõimendust üksnes tagamata laenuvõtmise kaudu kuni 10 % oma varade vastu tingimusel, et selline laenuvõtmine on ajutine (vt infokast 1b). Selle tulemusena võib nii laenuvõtmist kui ka väärtpaberite kaudu finantseerimise tehinguid või tuletisinstrumente kasutavate eurofondide finantsvõimendus olla nende vara puhasväärtusest kuni 2,1 korda suurem.

**Alternatiivsed investeeringufondid on investeeringufondid, millel on lubatud investeerida samadesse varadesse nagu eurofondidel, kuid mille suhtes ei kohaldata nii üksikasjalikke hajutamise, likviidsuse ja finantsvõimenduse piiranguid.** Alternatiivsed investeeringufondid võivad investeerida ka finantsinstrumentidesse, mis eurofondide puhul ei ole kõlblikud varad, nagu eraettevõtete aktsiad, riskikapital, kinnisvara, füüsiline kaup ja muud alternatiivsed varad. Finantsvõimendusega avatud või suletud alternatiivse investeeringufondi valitsemise korral on fondivalitseja siiski kohustatud kehtestama likviidsusjuhtimise korra. See tähendab muu hulgas investeeringufondi investeerimisstrateegia, likviidsusprofiili ja tagasivõtupoliitika kooskõlastamist ning asjakohaste likviidsusjuhtimise piirangute ja stressitide siseseadmist (vt infokast 1a). Kui alternatiivsete investeeringufondide valitsejad tegutsevad teatavatest künnistest <sup>(2)</sup> allpool, võidakse nende suhtes kohaldada erinevaid nõudeid ja sellisel juhul ei saa nad kasutada direktiivi 2011/61/ELi kohast tegevusluba oma fondi turustamiseks teistes ELi liikmesriikides. Alternatiivsete investeeringufondide suhtes ei kohaldata regulatiivseid finantsvõimenduse piiranguid. Nad on üksnes kohustatud finantsvõimenduse kasutamisest aru andma (vt infokast 1b).

### Infokast 1a. Investeeringufondide likviidsuse praegune õigusraamistik

#### Direktiiv 2009/65/EÜ – eurofondide direktiiv (UCITS)

**Kauplemise sagedus.** Eurofondid peavad kehtestama korra, et osakuid saab fondi investorite taotlusel tagasi osta või tagasi võtta. See tähendab, et eurofondid peavad võimaldama taotluse alusel tagasivõtmist vähemalt kaks korda kuus, <sup>(3)</sup> kuigi paljud neist lubavad seda iga päev või kord nädalas <sup>(4)</sup>.

**Kauplemiskord.** Direktiivis 2009/65/EÜ ei ole täpsustatud kauplemiskorda, mida eurofondid peavad järgima. Praktikas määratakse taotluste kättesaamise tähtjaks teatav aeg enne hindamist, mis võib toimuda mõned tunnid või päevad hiljem. Lisaks sellele maksavad eurofondid üldjuhul tagasivõtmise korral saadava tulu välja vastavalt fondi dokumentides kirjeldatud arvelduskorrale, mille järgi võib makse tegemise tähtaeg olla kolm kuni viis päeva pärast hindamist <sup>(5)</sup>. Kooskõlas kauplemiskorraga jääb taotluste kättesaamise tähtaja ja tagasivõtmistulu maksmise tähtaja vahele teatav ajavahe. See annab eurofondi valitsejale aega investeringute müügiks, et saada sularaha tagasivõtmistulu maksmiseks, kui see on vajalik.

<sup>(1)</sup> Komisjoni direktiiv 2007/16/EÜ, 19. märts 2007, avatud investeeringufonde (UCITS) käsitlevate õigus- ja haldusnormide kooskõlastamist käsitleva nõukogu direktiivi 85/611/EMÜ rakendamise kohta seoses teatavate mõistete selgitamisega (ELT L 79, 20.3.2007, lk 11).

<sup>(2)</sup> Alternatiivsete investeeringufondide valitsejad, kes valitsevad fonde, mille koguvara on alla 100 miljoni euro või alla 500 miljoni euro, juhul kui fond ei ole finantsvõimendusega ja fondi algse investeringu kuupäevale järgneva viie aasta jooksul puudub tagasivõtuõigus.

<sup>(3)</sup> Riiklikud pädevad asutused võivad anda eurofondidele loa vähendada seda sagedust ühele korrale kuus, „tingimusel et selline kõrvalekalle ei kahjusta osakuomanike huve“. Kõik liikmesriigid ei ole seda valikuvõimalust siiski oma õigusesse üle võtnud.

<sup>(4)</sup> Vt näiteks direktiivi 2009/65/EÜ artikkel 76.

<sup>(5)</sup> Püsiva vara puhasväärtusega rahaturufondid võivad pakkuda sama päeva arveldust.

Kõlblikud varad. Eurofondide suhtes kohaldatakse üksikasjalikke kõlblike varade eeskirju ja seetõttu on nad kohustatud investeerima eeskätt likviidsetesse varadesse. Sellised varad on muu hulgas börsil noteeritud likviidsed võõrandatavad väärtpaberid ja rahaturuinstrumendid, börsil kaubeldavad tuletisinstrumendid ning pangahoiused, mis tuleb nõudmisel välja maksta või millega kaasneb väljavõtmisõigus ja mille tähtpäev saabub maksimaalselt 12 kuu jooksul<sup>(1)</sup>. Likviidsuse täiendavaks toetamiseks on sätestatud kriteeriumid turgude kohta, kus kõlblikud varad peavad olema noteeritud või kus nendega tuleb kaubelda<sup>(2)</sup>.

Investeeringuhooldusmeetmed. Eurofondi valitseja peab enne investeeringu tegemist analüüsima muu hulgas selle investeeringu panust eurofondi portfelli koosseisu, likviidsusesse ning riski- ja tootlusprofili<sup>(3)</sup>.

Riskijuhtimine. Eurofondi valitsejad peavad oma riskijuhtimisprotsessi osana järgima asjakohast likviidsusriski juhtimise menetlust, mis tagab, et iga valitsetav eurofond suudab kõikides prognoositavates olukordades, sealhulgas stressiolukorras, täita oma kohustust võtta osakud osakuomaniku taotlusel tagasi. Eurofondi valitseja peab vajaduse korral tegema stressitesti, mis võimaldab hinnata eurofondi likviidsusriski eriolukorras<sup>(4)</sup>.

Märkimiste ja tagasivõtmiste tasaarvestus. Juhul kui eurofond saab sama tehingupäevaga märkimis- ja tagasivõtmiskorraldused, kooskõlastab ta osakutega tehtavad tehingud ja kasutab märkimisega seoses saadud summasisid tagasivõtmistaotluste osaliseks või täielikuks rahuldamiseks. See vähendab vajadust müüa alusvaraks olevaid investeeringuid, et saada tagasivõtmist taotlenud investoritele maksmiseks vajalikku sularaha, või kõrvaldab selle vajaduse täielikult.

#### **Direktiiv 2011/61/EL – alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate direktiiv (AIFMD)**

Kauplemiskord. Sarnaselt eurofondide direktiiviga ei ole direktiivis 2011/61/EL täpsustatud kauplemiskorda, mida alternatiivsed investeerimisfondid peavad kasutama. Alternatiivsete investeerimisfondide valitseja kehtestab kauplemiskorra, mis on tema valitsetavate fondide jaoks asjakohane ja annab talle piisavalt aega investeeringute müügiks, et saada raha tagasivõtmistulu maksmiseks.

Riskijuhtimine. Direktiivi 2011/61/EL artikkel 15 sisaldab sarnaseid sätteid, nagu sisalduvad direktiivis 2009/65/EÜ investeerimiseelse hoolduskontrolli kohta (selgitatud eespool). Selle artikli kohaselt tuleb alternatiivse investeerimisfondi valitseja riskijuhtimise raames tagada, et alternatiivse investeerimisfondi iga investeerimispositsiooniga seotud riske ja nende üldmõju fondi portfelli saab kogu aeg nõuetekohaselt tuvastada, mõõta, juhtida ja jälgida, kasutades muu hulgas asjakohaseid stressitestimise menetlusi. Lisaks sellele peab alternatiivse investeerimisfondi valitseja direktiivi 2011/61/EL kohaselt tagama, et iga tema valitsetava fondi investeerimisstrateegia, likviidsusportfell ja tagasivõtmise poliitika on omavahel kooskõlas<sup>(5)</sup>. Alternatiivse investeerimisfondi valitseja peab olema kehtestanud asjakohase likviidsuse juhtimise korra, mis võimaldab teostada järelevalvet fondi likviidsusriski üle ja tagada, et fondi investeeringute likviidsusprofiil vastab tema aluskohustustele. Lisaks sellele peab alternatiivse investeerimisfondi valitseja viima korrapäraselt läbi stressiteste tavalistes ja erandlikes likviidsustingimustes, et hinnata ja jälgida fondi likviidsusriski<sup>(6)</sup>. Neid kohustusi täiendavad üksikasjalikud 2. tasandi eeskirjad likviidsuse juhtimise kohta<sup>(7)</sup>.

Märkimiste ja tagasivõtmiste tasaarvestus. Sarnaselt eurofondidega saab alternatiivse investeerimisfondi valitseja avatud fondi puhul märkimis- ja tagasivõtmiskorraldused tasaarvestada.

<sup>(1)</sup> Veelgi üksikasjalikumaid kõlblike varade eeskirju kohaldatakse eurofondi või alternatiivse investeerimisfondina asutatud rahaturufondide suhtes (nt päevase ja nädalase tähtajaga vara puudutavad portfelleeskirjad). Vt määrus (EL) 2017/1131.

<sup>(2)</sup> Kauplemisluba ei taga siiski likviidsust. Sellest hoolimata võib eurofond tugineda sellisele loale, välja arvatud juhul, kui ta on või peaks olema teadlik asjaoludest, mis osutavad sellele, et teatav vara ei ole likviidne. Sellisel juhul peab eurofond hindama väärtpaberi likviidsust, et teha kindlaks, kas selle lisamine portfelli kahjustaks portfelli likviidsust.

<sup>(3)</sup> Vt näiteks komisjoni 1. juuli 2010. aasta direktiivi 2010/43/EL (millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2009/65/EÜ seoses organisatsiooniliste nõuete, huvide konfliktide, äritegevuse, riskijuhtimise ning deponooriumi ja fondi valitseja vahelise lepingu sisuga) artikli 23 lõige 4 (ELT L 176, 10.7.2010, lk 42).

<sup>(4)</sup> Vt näiteks direktiivi 2010/43/EL artikli 40 lõige 3.

<sup>(5)</sup> Vt näiteks direktiivi 2011/61/EL artikli 16 lõige 2.

<sup>(6)</sup> Vt näiteks direktiivi 2011/61/EL artikli 16 lõige 1.

<sup>(7)</sup> Vt näiteks komisjoni 19. detsembri 2012. aasta delegeeritud määruse (EL) nr 231/2013 (millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2011/61/EL seoses erandite, üldiste tegutsemistingimuste, deponooriumide, finantsvõimenduse, läbipaistvuse ja järelevalvega) artiklid 46–49 (ELT L 83, 22.3.2013, lk 1).



### **Infokast 1b. Investeeringufondide finantsvõimenduse praegune õigusraamistik**

#### **Direktiiv 2009/65/EÜ – eurofondide direktiiv**

Laenuvõtmine. Eurofondid võivad kasutada finantsvõimendust, võttes laenu kuni 10 % ulatuses oma varast, tingimusel et selline laenuvõtmine on üksnes ajutine. Laenuvõtmist võib kasutada ainult rahavoogude ajutise mittevastavuse korral, st juhul kui tagasivõtmistulu on vaja välja maksta enne, kui eurofond saab kätte investeringute müügist saadud summad.

Sünteesilise finantsvõimenduse kasutamine. Seoses sünteesilise finantsvõimenduse kasutamisega tuletisinstrumenti riskipositsioonide kaudu võivad eurofondid moodustada sünteesilised riskipositsioonid (arvutatud kohustustepõhise meetodi alusel) kuni summani, mis võrdub nende vara kogupuhasväärtusega. Selle tulemusena võivad eurofondid kasutada finantsvõimenduseks nii laenuvõtmist kui ka tuletisinstrumente. Finantsvõimendus võib olla kuni 2,1 korda suurem nende vara puhasväärtusest. Direktiivi 2009/65/EÜ kohaselt võivad riiklikud pädevad asutused lubada eurofondidel kasutada oma üldriski arvutamiseks kohustustepõhise meetodi asemel ka VaR riskihindamismeetodit või mõnda muud täiustatud riskihindamismeetodit. Nende fondide puhul on finantsvõimenduse kasutamine üksnes kaudselt piiratud fondi tururiski suhtes kehtestatud piirangute kaudu, nagu on selgitatud CESRi 3. tasandi suunistes<sup>(1)</sup>. Absoluutse VaR riskihindamismeetodit kasutavad fondid on piiratud absoluutse VaR riskiväärtusega, mis ei ole suurem kui 20 % vara puhasväärtusest (20-päevase ajavahemiku jooksul). Suhtelise VaR riskihindamismeetodit kasutavad fondid on seevastu piiratud kuni kahekordse kahjumiriskiga, mis arvutatakse sarnase, kuid finantsvõimenduseta portfelli konkreetse VaR riskiväärtuse mudeli alusel. Oluline on see, et need VaR riskihindamismeetodid lubavad potentsiaalselt palju suuremat finantsvõimendust kui kohustustepõhine meetod, olenevalt alusvara volatiilsusest. ELi 11 liikmesriigis läbiviidud küsitlusele antud vastused näitavad, et üldriski arvutamiseks VaR riskihindamismeetodeid kohaldavate eurofondide rühm võib moodustada 27–50 % liidu eurofondide sektorist vara puhasväärtuse alusel.

#### **Direktiiv 2011/61/EL – alternatiivsete investeeringufondide valitsejate direktiiv**

Laenuvõtmine ja sünteesilise finantsvõimenduse kasutamine. Alternatiivsete investeeringufondide suhtes ei kohaldata regulatiivseid finantsvõimenduse piiranguid. Vastavalt direktiivile 2011/61/EL on need fondid kohustatud finantsvõimenduse kasutamisest üksnes aru andma. Sellegipoolest lubatakse direktiiviga 2011/61/EL pädevatel asutustel kehtestada piiranguid finantsvõimendusele, mida fondivalitsejad võivad oma alternatiivsetes investeeringufondides kasutada, ning muid riskijuhtimise piiranguid, et „piirata finantsüsteemis süsteemset riski või turuhäirete riske, mida finantsvõimenduse kasutamine tekitab“. Seni ei ole ükski asutus seda vahendit rakendanud ja välja ei ole töötatud ühtegi ELi tasandi raamistikku, mis toetaks makrotasandi usaldatavusjärelevalve finantsvõimenduse õiguste ühtlustatud rakendamist.

## **II. ESRNi soovitus investeeringufondide likviidsusriski ja finantsvõimenduse riski kohta**

### **II.1. Soovitus A – likviidsuse juhtimise vahendid seoses tagasivõtmisega**

#### **II.1.1. Majanduslikud kaalutlused ja kavandatud mõju**

##### **Soovitus A1 – täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite kättesaadavus**

**Investeeringufondide likviidsuse juhtimist reguleerivat ELi õigusraamistikku tuleb laiendada.** Direktiivide 2009/65/EÜ ja 2011/61/EL sätted likviidsuse juhtimise kohta on varem olnud üldjoontes piisavad. Ometi võivad üha kasvav investeeringufondide sektor ja järjest sagedamini likviidsuse ümberkujundamine suurendada finantsstabiilsust ohustavaid riske, millega tuleb tegeleda.

**Likviidsuse juhtimise asjakohased vahendid võivad leevendada eurofondides ja avatud alternatiivsetes investeeringufondides esinevat likviidsuse mittevastavust, vähendades seeläbi finantsstabiilsust ohustavaid riske halvenenud turutingimustes.** Likviidsuse mittevastavust on eriti oluline avatud fondide puhul, mis pakuvad sagedasi tagasivõtmisvõimalusi, kuid investeerivad varadesse, mida mõnel juhul ei suudeta kiiresti müüa, ilma et see avaldaks märgatavat mõju varade turuhinnale. Paljud (ehkki mitte kõik) avatud fondid lubavad tagasivõtmisi iga päev. Direktiivide 2009/65/EÜ ja 2011/61/EL kohaselt vastutavad fondivalitsejad tagasivõtmisega seotud kehtestamise eest (vt infokast 1a). On olemas täiendavad likviidsuse juhtimise vahendid, mis võivad aidata avatud fondidel likviidsusriske maandada, vähendades investeringust esimesena väljuvate isikute eelseid<sup>(2)</sup> halvenenud turutingimustes (*ex-ante*) ja likviidsusspiiraali tekkimist (*ex-post*).

<sup>(1)</sup> CESRi suunistes eurofondide riski mõõtmise ning üldriski ja vastaspoole riski arvutamise kohta, 28. juuli 2010.

<sup>(2)</sup> Lähema selgituse saamiseks vt Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu 20. detsembri 2012. aasta soovitus ESRN/2012/1 (rahaturufondide kohta) lisa jagu II.1 (ELT C 146, 25.5.2013, lk 1).

**Ex-ante vahendeid saab kasutada investeringust esimesena väljuvate isikute eelise vähendamiseks ja süsteemse riski maandamiseks.** Põhimõtteliselt saab neid vahendeid kasutada nii tavalistes kui ka halvenenud turutingimustes. *Ex-ante* vahendite (nt kõikuv hinnakujundus (*swing pricing*) ja lahjendusvastased tasud) eesmärk on kohelda kliente õiglaselt ja tagada, et tagasivõtmist kasutavate investorite tegevus ei asetaks ülejäänud investoreid ebasoodsasse olukorda. See peaks kõrvaldama ajendi võtta osakud tagasi enne teisi, et kulud oleksid väiksemad. Kui investoril on aga kindel kavatus oma fondipositsioon likvideerida, teeb ta seda kaasnevatest kuludest hoolimata. Seega saavad need vahendid vähendada üksnes investeringust esimesena väljuvate isikute eeliseid, mitte aga tingimata müügisurvet alusvara turgudel.

**Ex-post vahendid võimaldavad fondivalitsejatel juhtida investeerimisfondi likviidsust, kontrollides või piirates väljavoolu.** Need vahendid vabastavad fondivalitseja üldjuhul kohustusest müüa varasid kohe (turu hinnaga või odavamalt), kui investor on esitanud tagasivõtmistaotluse. Seega toimivad need mõningal määral kaitselülitina ja võivad vähendada likviidsusspiraali tekkimist. *Ex-post* vahendeid kasutatakse tavaliselt halvenenud turutingimuste korral.

**Täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite kättesaadavus ja rakendamine on riigiti väga erinev.** Ehkki direktiivide 2009/65/EÜ ja 2011/61/EL kohaselt on fondivalitsejatel ja riiklikel pädevatel asutustel lubatud tagasivõtmine peatada, ei ole neis ette nähtud muid täiendavaid likviidsuse juhtimise vahendeid. Seetõttu on täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite kättesaadavus ja nende kasutamise kord riigiti erinev. Nii IOSCO<sup>(1)</sup> läbiviidud küsitlus kui ka ESMA<sup>(2)</sup> poolt hiljuti korraldatud ELi liikmesriike hõlmanud uuring näitasid, et mõnes liikmesriigis on kehtestatud täiendavad likviidsuse juhtimise vahendid (sh kõikuv hinnakujundus ja lahjendusvastane tasu). Enamikus liikmesriikides on siiski vähem vahendeid kättesaadavad.

Kõige enam kättesaadavad vahendid ELi liikmesriikides on:

- tagasivõtmistasud,
- tagasivõtmise ajalised piirangud,
- mitterahalised tagasivõtmised,
- kõrvalkontod,
- tagasivõtmiste peatamine.

Vaid üks vahend – tagasivõtmiste peatamine – on kasutusel kõigis liikmesriikides. Kasutussageduselt järgmine vahend on mitterahaline tagasivõtmine, mis on kättesaadav 17 liikmesriigis.

**Enamikus liikmesriikides on fondivalitsejal ainuvastutus likviidsuse juhtimise vahendite aktiveerimise eest, reguleerivatel asutustel on selles protsessi vaid väike roll ja nad ei saa vahendeid aktiveerida.** Fondivalitsejad ei vaja suurema osa täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite aktiveerimiseks reguleeriva asutuse luba. Ainult kolmes liikmesriigis on mõne vahendi käivitamiseks vaja luba ja ühes liikmesriigis tuleb luba taotleda tagasivõtmiste peatamiseks. Likviidsusvahendid ja nende kasutamise tingimused peavad siiski üldiselt olema loetletud investeerimisfondi asutamisdokumentides, mis tuleb esitada ELi liikmesriikides tegevusloa andmise menetluse raames. Reguleerivatel asutustel ei ole tavaliselt volitusi vahendeid aktiveerida. Üldine erand on tagasivõtmiste peatamine: reguleeriv asutus võib nõuda tagasivõtmiste peatamist, kui ta leiab, et peatamine teenib avalikku huvi, mis eeldatavalt hõlmab ka finantsstabiilsuse tegureid. Mitmes riigis on riiklikul pädeval asutusel õigus kehtestada tagasivõtmiste ajalisi piiranguid.

**Mõnel juhul on vahendid kättesaadavad ainult teatavat liiki investeerimisfondidele ja/või erandolukorras.** Täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite kasutamise võimalus tavatingimustes on erinevalt reguleeritud. Mõnes liikmesriigis on teatavate vahendite kasutamine tavaolukorras lubatud üldjuhul siis, kui see on eelnevalt ette nähtud investeerimisfondi dokumentatsioonis. Teistes liikmesriikides võib teatavaid vahendeid kasutada vaid erandolukorras. Tagasivõtmiste peatamise õigus kehtib aga kõikides liikmesriikides üksnes erandolukorras.

<sup>(1)</sup> IOSCO küsitlus hõlmab nii ELi liikmesriike kui ka ELi-väliseid riike. Aruandes, mis on kättesaadav aadressil <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>, keskendutakse 11 ELi liikmesriigi vastustele.

<sup>(2)</sup> Vt lähemalt lisa tabel A1.

**Reguleerivate asutuste antud juhised täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite kasutamise kohta on ebäühtlased ja iga vahendi puhul erinevad.** Tagasivõtmiste peatamisele ei ole alati kehtestatud ajalisi piiranguid ja kolmes liikmesriigis ei ole selle vahendi kasutamise kohta antud mingeid juhiseid. Muud täiendavad likviidsuse juhtimise vahendid on harva ametlikult määratletud, ehkki üldine teadlikkus neist on liikmesriikides tavaliselt olemas. Enamasti ei sisalda riikide õigusaktid selliste vahendite kasutamist käsitlevaid erisätteid, samuti puuduvad riiklike pädevate asutuste sellekohased suunised.

**Finantsstabiilsuse nõukogu tuvastas likviidsuse mittevastavuse avatud investeerimisfondide puhul võimaliku struktuurse haavatavusena ja soovitas teha likviidsusriski juhtimise vahendid laialdasemalt kättesaadavaks.** Kui kõigis liikmesriikides oleksid kättesaadavad mitmekesised likviidsuse juhtimise *ex-ante* ja *ex-post* vahendid, parandaks see suutlikkust reageerida halvenenud likviidsusolukorrale ja vähendaks seega ka finantsstabiilsust ohustavaid riske. Ka riiklikud pädevad asutused ja investeerimisfondide valitsejad märkisid komisjoni korraldatud konsultatsioonile antud vastustes soovi suurendada likviidsuse juhtimise vahendite kättesaadavust<sup>(1)</sup>.

**Piiriülene mõju toonitab ühtlustatuma õigusraamistiku vajadust.** Kuna eurofondide ja alternatiivsete investeerimisfondide tegevus ja investeeringud on sageli piiriülesed, ei piirdu likviidsusprobleemide võimalik mõju üksnes nende fondide asukohariigiga. Mõju edasikandumine võib seetõttu soodustada piiriülese mõjuga likviidsusspiraalide teket. Ühtsed likviidsuse juhtimise vahendid peaksid seega olema kättesaadavad kogu Euroopa Liidus. Investeerimisfondide käsutuses oleks sellisel juhul ühtne valik täiendavaid likviidsuse juhtimise vahendeid, mille fondivalitsejad peaksid pärast hinnangu andmist lisama vajaduse korral fondi asutamisdokumentidesse, et maandada piiriülest likviidsusriski. Kõigil alternatiivsetel investeerimisfondidel ja eurofondidel peaks olema õigus peatada tagasivõtmised halvenenud turutingimuste korral. See õigus peaks olema ette nähtud fondide asutamisdokumentides.

**Käesoleva soovitus eesmärk on lihtsustada likviidsuse juhtimise vahendite aktiveerimist ja suurendada nende kättesaadavust.** Fondivalitsejad ei pruugi soovida teatavaid vahendeid kasutada eri põhjustel, sealhulgas maine- ja edasikandumiskahju tõttu. Ühe vahendi aktiveerimine võib põhjustada mõju edasikandumist sama fondivalitseja teistele investeerimisfondidele. Mõnikord võib mõju avalduda isegi investeerimisfondidele, millel on erinev fondivalitseja, kuid sarnane portfelli kontsentratsioon. Kui fondivalitseja ei soovi täiendavaid likviidsuse juhtimise vahendeid praktikas kasutada, ei pruugi nende lisamine investeerimisfondi asutamisdokumentidesse olla fondiga seotud likviidsusriski tõhusaks vähendamiseks piisav. Fondivalitsejad peavad niisiis tagama, et fondil oleks vajalik tegevussuutlikkus ja hädaolukorrakava täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite õigeaegselt aktiveerimiseks. Seetõttu tuleks investeerimisfondi prospektis või investoritele esitatavas lepingueelses teabes kirjeldada kõiki asutamisdokumentides nimetatud täiendavaid likviidsuse juhtimise vahendeid, nende eesmärki ja kasutusviisi. See peaks selguse ja annaks investoritele võimaluse tutvuda vahenditega, mis ei ole tavapärased.

**Selle soovitus eesmärk on edendada likviidsuse juhtimise vahendite kasutamise ühtseid põhimõtteid kõigis liikmesriikides.** Järjepideva kasutuse tagamiseks kogu Euroopa Liidus tuleks seadusandliku ettepanekuga panna ESMA-le kohustus välja töötada kõrgetasemelised suunised täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite rakendamise kohta investeerimisfondi likviidsusjuhtimise protsessis ning seonduvate läbipaistvus- ja aruandlusnõuete kohta. ESRN peaks tegema makrotasandi usaldatavusjärelvalve küsimustes ESMAga koostööd, et paremini mõista täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite mõju finantsstabiilsusele. Fondivalitsejad peaksid esitama riiklikele pädevatele asutustele aruanded nende vahendite rakendamise ja kasutamise kohta. Liigse aruandluskoormuse vältimiseks võiks korrapäraselt või pidevalt kasutatavate vahendite puhul esitada aruanded ainult siis, kui neid rakendatakse halvenenud turutingimustes.

**Ex-ante vahendeid võib kasutada süsteemse riski tekkimise ja mõju vähendamiseks, kuid ex-post vahendid võib aktiveerida halvenenud turutingimuste korral, kui investeerimisfond peab toime tulema märkimisväärse väljavooluga.** Mõlemat liiki vahendid aitaksid käsitleda finantsstabiilsust ohustavaid riske, mis tulenevad investeerimisfondi likviidsuse mittevastavusest. Seetõttu on soovitatav teha liidu tasandil kättesaadavaks mõlemat liiki vahendid. Infokastis 2 selgitatakse lähemalt erinevaid vahendeid, tunnistades siiski, et mõned neist ei pruugi olla alati sobilikud või vajalikud kõigi avatud investeerimisfondide jaoks.

<sup>(1)</sup> „Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments“, kättesaadav aadressil: [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm).

## Infokast 2. Likviidsuse juhtimise vahendid

### Likviidsuse juhtimise <sup>(1)</sup> *ex-ante* või hübriidvahendid <sup>(2)</sup>

**Kõikuva hinnakujunduse eesmärk on kaitsta investeerimisfondi osanikke negatiivse mõju eest, mida hinnale avaldavad teiste investorite teostatavad tehingud.** Sellise hinnakujunduse kaudu saab korrigeerida investeerimisfondi osaku hinda, et aidata katta investorite tegevusest tulenevat fondi tehingute kulu <sup>(3)</sup>. Praktikas korrigeeritakse vahendite ulatusliku väljavoolu (või sissevoolu) korral investeerimisfondi vara puhasväärtust allapoole (või ülespoole) nii, et tehingukulud kannaksid osakuid ostvad ja müüvad investorid, mitte kõik olemasolevad investorid. Neid hinnamuutusi mõistes peaks investoritel olema stiimul kohandada oma tagasivõtmis- ja märkimiskäitumist viisil, mis aitab stabiliseerida investeerimisfondi netovoogusid. Kõikuvat hinnakujundust võib kohaldada kõigi märkimiste ja tagasivõtmiste suhtes (täielikult kõikuv hinnakujundus) või ainult teatavat künnist ületavate märkimiste ja tagasivõtmiste suhtes (osaliselt kõikuv hinnakujundus). Osaliselt kõikuva hinnakujunduse korral määratakse kindlaks kõikumise künnis ning kui netoväljavool ületab seda, korrigeeritakse investeerimisfondi vara puhasväärtust allapoole (ja vastupidi). Künnised võivad olla muutuvad ja seega saab seda protsessi kohandada vastavalt turu- ja likviidsustingimustele, piirates seeläbi investorite optimeerivat käitumist (st vältides olukorda, kus investorid ennetavad kõikuvat hinnakujundust ja tegutsevad teataval viisil). Täielikult kõikuva hinnakujunduse puhul korrigeeritakse vara puhasväärtust pidevalt sõltuvalt sellest, kas esineb netosissevool või netoväljavool. Kõikuva hinnakujunduse kaudu saab tõhusalt mõjutada investorite tagasivõtmis- ja märkimiskäitumist, stabiliseerides fondi tulu ning vähendades investeringust esimesena väljuvate isikute eelise kasutamise ja seonduva kiirmüügi tõenäosust. Siiski on selge, et investorid, kes on otsustanud fondist lahkuda, teevad seda kõikuvatest hindadest tingitud kuludest hoolimata. Kuna investeerimisfondil võib olla mitu vara puhasväärtust, on kõikuva hinnakujunduse kasutamine üsna keeruline ja kulukas ning ei pruugi olla väikeste investeerimisfondide jaoks teostatav.

**Samamoodi toimib lahjendusvastane tasu, mille puhul investorid maksavad investeerimisfondile fondi osakute märkimisel või tagasivõtmisel lisatasu.** Märkimised ja tagasivõtmised võivad mõjutada investeerimisfondi väärtust. See võib juhtuda eelkõige siis, kui investeerimisfondi osakuid ei kanta lihtsalt üle omavahel vastavuses olevatelt müüjatelt ostjatele ja vastupidi, vaid fondivalitseja peab müüjate ja ostjate vahelise mittevastavuse tõttu müüma või ostma alusvarasid. Sellega kaasnevad tehingutasud, maksud ja likviidsuskulud, mis mõjutavad investeerimisfondi vara puhasväärtust, põhjustades lahjendust. Sellised kauplemiskulud katabki lahjendusvastane tasu.

**Kõikuv hinnakujundus ja lahjendusvastased tasud pärsivad protsüklilist käitumist, ehkki vastutsüklilist käitumist innustab neist ainult esimene.** Erinevalt kõikuvast hinnakujundusest ei innusta lahjendusvastane tasu investoreid käituma vastutsükliliselt (st märkima tagasivõtmiste etapis), sest sel juhul ei saa nad kasu kõikuva hinnakujunduse tekitatud soodsamast müügi- või tagasivõtmishinnast. Kumbki vahend ei tekita investeerimisfondile lisakulusid – need muudavad ainult viisi, kuidas kulud investoritele üle kantakse.

### Likviidsuse juhtimise *ex-post* vahendid

**Tagasivõtmise ajalised piirangud (edasilükatud tagasivõtmised) lükkavad tagasivõtmised ajutiselt edasi.** Tagasivõtmise ajaline piirang tähendab, et osaniku õigus oma osakute tagasivõtmisele on ajutiselt edasi lükatud. See võib olla täielik, st investor ei saa üldse algatada oma osakute tagasivõtmist, või osaline, st investor saab algatada tagasivõtmise oma osakutest vaid teatava osa suhtes. Ajalised piirangud võivad olla seotud ka teatava künnisega (nt 10 % iga päev või iga nädal kauplemist pakkuva investeerimisfondi vara puhasväärtusest), mis tähendab, et fondivalitseja võib otsustada

<sup>(1)</sup> Oluline täiendav likviidsusvahend on stressitestide läbiviimine. Nende abil testitakse likviidsusjuhtimistava märkimisväärse stressi olukorras, mis võib tekitada investeerimisfondile tõsiseid likviidsusprobleeme. Stressitestide läbiviimise kohta on koostatud eraldi soovitus (vt soovitus C) ja seetõttu seda teemat selles punktis ei käsitleta.

<sup>(2)</sup> Kuna vara puhasväärtust võidakse korrigeerida tagantjärele, saab neid vahendeid pidada ka hübriidvahenditeks, st need kehtestatakse *ex-ante*, kuid aktiveeritakse *ex-post*.

<sup>(3)</sup> Seda mehhanismi kasutavad ühtse hinnakujundusega fondid. Kahese hinnakujundusega fondid kasutavad sarnaseid mehhanisme, mis võimaldavad fondivalitsejal määrata, kas kauplemishind tuleks fikseerida osakute märkimishinna ja tagasivõtmishinna vahel, eesmärgiga tagada, et tehingukulud kannaksid vastavalt fondi sisenevad või sealt väljuvad investorid.

viia kõik künnist ületavad tagasivõtmistaotlused üle järgmisse kauplemisperioodi. Halvenenud turutingimuste korral annavad ajalisel piirangul fondivalitsejatele rohkem aega ja suurema paindlikkuse, et reageerida investorite tagasivõtmistaotlustele ja tagada alusvarade nõuetekohane müük. Ühtlasi võib see vähendada kiirmüügi ohtu.

**Mitterahalised tagasivõtmised vabastavad fondivalitsejad vajadusest likvideerida ulatusliku tagasivõtmise korral suures mahus varasid.** Fondivalitseja võib otsustada rahuldada tagasivõtmistaotluse, kandes investorile sularaha asemel üle väärtpapereid. Kuna ühekordne ulatuslik varade müük võib avaldada märkimisväärset mõju turule, võib mitterahaline tagasivõtmine kaitsta investeerimisfondi allesjäänud investoreid suurte likvideerimiskulude eest, mis muul juhul võivad tekkida. Selline mehhanism võib sobida institutsiooniliste investorite tagasivõtmistaotluste rahuldamiseks. Üldjuhul ei sobi see aga sama hästi jaainvestorite taotluste rahuldamiseks, sest investeerimisfondi üksikute osakute mitterahaline tagasivõtmine ei pruugi olla teostatav ning võib kaasa tuua suure tegevus- ja mainekulu. Ehkki investorid, nagu ka fondivalitsejad, saavad mitterahalise tagasivõtmise kaudu saadud varasid müüa, peaksid nad sellisest müügist tingitud kulud ise kandma ega saa neid jaotada investeerimisfondi kõigi investorite vahel. Turule (ja seega ka finantsstabiilsusele) avalduv mõju võib aga olla sama olenemata sellest, kas alusvara müüs investeerimisfond või müüsid investorid.

**Kõrvalkontod võimaldavad eraldada mittelikviidsed investeeringud fondi likviidsetest investeeringutest.** Sellisel lähenemisviisil on kaks eelist. Esiteks saavad likviidsust vajavad investorid siiski fondi investeeringute likviidse osa sisse nõuda eeldatavalt väikese likvideerimiskuluga. Teiseks kaitseb see lähenemisviis investeerimisfondi edasi jääda soovivate investorite huve, sest fondivalitseja ei ole suure tagasivõtmisnõudluse korral sunnitud likvideerima varasid turuhinnaga või sellest odavamalt. Seega sobivad kõrvalkontod eeskätt fondide puhul, mille investoritel on erinevad huvid, st mõned soovivad fondi jääda, teised aga soovivad algatada oma osakute tagasivõtmise. Kõrvalkontode loomise tingimusi reguleerivad eeskirjad on liikmesriigiti erinevad.

**Etteteatamisaeg annab fondivalitsejatele täiendava paindlikkuse likviidsuse juhtimisel.** Etteteatamisaeg on tähtaeg, mida investorid peavad fondivalitsejaid investeeringute tagasivõtmisest teavitades järgima. Etteteatamisaeg on sageli kindlaks määratud juba investeerimisfondi asutamisdokumentides. Selle eesmärk on anda fondivalitsejatele tagasivõtmistaotluste rahuldamiseks rohkem aega, et vältida vajadust müüa varasid viivitamata madalama hinnaga.

**Tagasivõtmiste peatamine on vahend, mida kasutatakse likviidsuskriisi korral viimase võimalusena.** Peatamine toimib kaitseülitina ja annab fondivalitsejatele rohkem aega varade nõuetekohaseks likvideerimiseks finantstingimuste halvenemise korral. Fondivalitseja saab kasutada lisaaga optimaalse lahenduse leidmiseks, selle asemel et teha otsuseid kiirustades ja likvideerida mis tahes hinnaga. Ühtlasi võimaldab lisaag fondivalitsejatel ja järelevalveasutustel teavitada investoreid paremini stressi põhjustest ja vältida seega võimalikku paanikat. Seetõttu peetakse tagasivõtmiste peatamist üldjuhul oluliseks vahendiks, et toime tulla ulatuslike tagasivõtmistega kriisiolukorras. Kuna aga peatamine takistab investoreid oma investeeringuid sisse nõudmast, võib see põhjustada neile suuri heaolukulusid. Lisaks valmistab muret asjaolu, et teadlikud investorid võivad suuta tagasivõtmiste peatamist prognoosida ja püüda seetõttu algatada oma osakute tagasivõtmise enne teisi (vastupidiselt selle vahendi algsele eesmärgile vähendada investeeringust esimesena väljuvate isikute eelist), mis võib isegi väljavoolu käivitada.

### **Soovitused A2 ja A3 – täiendavad sätted riiklike pädevate asutuste ja ESMA rolli kohta seoses finantsstabiilsusele piiriülest mõju avaldavate tagasivõtmiste peatamisega riiklike pädevate asutuste poolt**

**Tagasivõtmiste peatamine on ainus vahend, mis on kättesaadav kõigis ELi liikmesriikides.** Põhimõtteliselt otsustab tagasivõtmiste peatamise eeskätt fondivalitseja oma äranägemisel (vt infokast 2). Riiklik pädev asutus võib siiski nii eurofondide kui ka alternatiivsete investeerimisfondide puhul nõuda tagasivõtmise peatamist, kui see on osanike ja üldsuse huvides.

**Fondivalitsejad võivad jätta tagasivõtmised peatamata, kui nad ei suuda ise maandada ulatuslike tagasivõtmiste mõju finantsüsteemi stabiilsusele.** Investeeringute väljavool ainuüksi ühest investeerimisfondist võib olla piisav, et põhjustada investorite seas üldist paanikat ja suuremahulisi väljavõtmiseid teistest fondidest. See võib tekitada investeerimisfondidele tõsise likviidsusstressi ja sundida neid müüma suurel hulgal vara. Kui stressi kogevad investeerimisfondid on turu või sektori seisukohalt suured, võib tagajärjeks olla varahindade märkimisväärne langus, mis süvendab allakäiku veelgi. Seetõttu on investeeringute väljavoolu ja sellest tingitud ulatusliku kiirmüügi ärahoidmine üldise finantsstabiilsuse tagamiseks väga tähtis.

**Tagasivõtmised võidakse jätta peatamata ka maineriski tõttu.** Üks peamisi takistusi tagasivõtmiste peatamise kasutamisel on selle võimalik negatiivne mõju fondivalitseja mainele. Kuna tagasivõtmiste peatamise vajadust võidakse hõlpsalt seostada fondivalitseja puuduliku likviidsusjuhtimisega, võib see püsivalt kahjustada usaldust fondivalitseja asjatundlikkuse suhtes. Seetõttu võivad fondivalitsejad loobuda tagasivõtmiste peatamisest, isegi kui see oleks investeerimisfondi kõigi investorite ühishuvides. Fondivalitseja võib otsustada seda vahendit mitte kasutada ka mõnel muul juhul, kui see ei ole tema hinnangul investeerimisfondi investorite parimates huvides. Kui fondivalitseja ei peata tagasivõtmisi, kuid see oleks makrotasandi usaldatavusjärelevalve seisukohalt siiski vajalik, peaks riiklik pädev asutus kasutama oma õigust nõuda tagasivõtmiste peatamist.

**Euroopa tegevusloa andmise korra kohaldamisel liidus tuleks riiklikele pädevatele asutustele anda ülesanded ja volitused seoses peatamiste nõudmisega.** Euroopa tegevusloa võimaldab alternatiivsete investeerimisfondide ja eurofondide valitsejatel turustada osakuid ja aktsiaid piiriüleselt investoritele kogu EMPs. Samuti annab see nende investeerimisfondide valitsejatele võimaluse valitseda fonde piiriüleselt. Kui alternatiivne investeerimisfond või eurofond on asutatud ühes liikmesriigis, kuid tema fondivalitseja asub teises liikmesriigis, ei pruugi olla selge, kumb riiklik pädev asutus vastutab tagasivõtmiste peatamise haldamise eest või millal peaks asutus oma järelevalvevolitusi kasutama. Selgelt määratud kohustuste puudumine võib põhjustada ebapiisava või hilise reageerimise halvenenud või kiiresti muutuvate turutingimuste korral. Kohustuste jagamisel ja/või panemisel halvemini informeeritud asutusele võivad seetõttu olla soovimatud negatiivsed tagajärjed. Komisjonil on selle vältimiseks soovitatav teha ettepanek, et asjakohastes liidu õigusaktides täpsustatakse selliste riiklike pädevate asutuste ülesanded ja kohustused.

**Piiriülese mõju avaldumisel finantsstabiilsusele peaks vastutav asutus teavitama teisi asjaomaseid asutusi, sealhulgas ESMA-t ja ESRNi, enne kui ta kasutab oma volitust nõuda tagasivõtmiste peatamist.** Kuna Euroopa tegevusloa võimaldab turustada fonde piiriüleselt kogu EMPs, võib tagasivõtmiste peatamine avaldada otsest mõju teiste asjaomaste asutuste pädevusvaldkonda kuuluvatele investoritele ja turgudele. Seega võib teatava investeerimisfondiga seotud tagasivõtmiste peatamine mõjutada ka finantsturge ja investorite usaldust teistes riikides. Kui asjaomaseid asutusi ei teavitata eelnevalt, võivad sellised tagajärjed tulla üllatusena ja pärssida asjakohase regulatiivse meetme rakendamist. Finantsstabiilsust ohustavate võimalike riskide maandamiseks on komisjonil soovitatav teha ettepanek, et asjakohastes liidu õigusaktidesse lisatakse kohustus teavitada eelnevalt asjaomaseid asutusi. Kõnealune kohustus tuleks siiski sõnastada nii, et see ei takistaks riiklike pädevaid asutusi kriisi korral viivitamata tegutsemast.

**Piiriülese mõju avaldumisel finantsstabiilsusele peaks ESMA andma nõu ning hõlbustama ja kooskõlastama tagasivõtmiste peatamise volituste kasutamist riiklike pädevate asutuste poolt.** Eesmärgiga maandada finantsstabiilsust ohustavaid riske peaks ESMA riikide iseärasusi silmas pidades täitma kooskõlastamis- ja nõustamisülesannet, et tagada riiklikele pädevatele asutustele võrdsed võimalused tagasivõtmiste peatamise volituste kasutamiseks. See kooskõlastamistegevus peaks hõlmama juhtrolli võtmist üldistes praktilistes küsimustes, mida riiklikud pädevad asutused peaksid tagasivõtmiste peatamise volitusi kasutades kaaluma. Peale selle puudub praegu avaliku huvi ühtne ja täpne määratlus. ESMA peaks edendama riiklike pädevate asutuste seas ühist arusaama küsimuses, kuidas direktiivide 2009/65/EÜ ja 2011/61/EL sätteid seonduvad finantsstabiilsuse ja süsteemse riskiga, ilma et see muudaks reguleerivate asutuste tegevuse prognoositavaks ja tekitaks moraalariski. Need sätted soodustavad tagasivõtmiste peatamise ühtlustatamat käsitlusviisi ja toetavad ühtlasi ideed, et tagasivõtmiste peatamine peaks muutuma funktsionaalseks vahendiks, mis aitab maandada finantsstabiilsust ohustavaid riske.

### II.1.2. Soovimatu mõju

**On oht, et hästi informeeritud institutsioonilised investorid võivad teatava vahendi aktiveerimist ette näha.** Kuna investorid püüavad tegutseda enne vahendi tegelikku aktiveerimist, võib see vahendi tõhusust vähendada või sellele üldse vastu töötada. Vahendi aktiveerimise ettenägemine võib teatavatel tingimustel viia isegi investeringute väljavooluni, põhjustades seeläbi likviidsusspiraali tekkimise. Sel põhjusel tuleks suunistes vältida automaatsust ja ettekirjutuste tegemist.

**Halvenenud turutingimuste püsimisel võib olla mõttekas kasutada likviidsuse juhtimise vahendeid.** Turutingimustest olenevalt võivad *ex-post* vahendid likviidsusprobleemi üksnes edasi lükata, kuna need lükkavad tagasivõtmised edasi ainult piiratud ajaks (nt tagasivõtmise ajalised piirangud). Need ei kõrvalda halvenenud turutingimuste püsimisel probleemi ega saa seetõttu asendada struktuurimeetmeid, mille eesmärk on vähendada liigest likviidsuse mittevastavust.

## II.2. Soovitus B – täiendavad sätted liigse likviidsuse mittevastavuse tõenäosuse vähendamiseks

### II.2.1. Majanduslikud kaalutlused ja kavandatud mõju

**Investeerimisfondid, mis valitsevad loomu poolest vähemlikviidseid varasid, ei pruugi tekitada finantsstabiilsuse probleeme.** Erinevate varaklasside kättesaadavus suurendab turgude tõhusust, sest see pakub rohkem investeerimisvõimalusi ja parandab selliseid varasid emiteerivate isikute juurdepääsu rahastamisele. Kui investeerimisfondidel

lubatakse investeerida varaklassidesse, millega ei kaubelda väga aktiivselt, näiteks eraettevõtete aktsiatesse, krediidireitinguta ettevõtete võlakirjadesse või laenuksesse, soodustab see majanduspoliitika vaatenurgast lähtudes ka rahastamisvõimaluste mitmekesistamist majanduses. See langeb madalate intressimäärade pikaajalise püsivuse tingimustes kokku investorite kasvava nõudlusega suuremate investeerimisvõimaluste järele.

**Finantsstabiilsust ohustavad riskid tekivad siis, kui nende varade likviidsus ja investoritele investeerimisfondi tagasivõtopoliitika kohaselt pakutav likviidsus on suurel määral mittevastavuses.** Erinevalt likviidsetesse varadesse investeerivatest fondidest, mille puhul turuhindu mõjutaks üksnes suur hulk tagasivõtmisi, võib kõnealuste fondide kohustus (v.a fondi tegevuse peatamise korral) müüa isegi väikest hulka vähemlikviidseid varasid viia kiiresti turgude languse ulatusliku võimendumiseni. Sagedaste tagasivõtmisvõimaluste kättesaadavus on eriti probleemne, kui investorid hindavad selle tulemusena üle nende investeerimisfondide varasid, millesse nad on investeerinud. See võib näiteks finantsvõimendusega investorite puhul viia sumdmüüginini.

**Avatud investeerimisfondi tagasivõtopoliitika struktuurne vastavus tema varade likviidsusprofiilile peaks vähendama kiirmüügi seonduvaid riske.** Fondivalitsejatel on vähemlikviidsetesse varadesse suuremahulisi investeringuid tehes mitu valikuvõimalust. Varade poolel suurendaks näiteks piirangute kehtestamine nende vähemlikviidsete varade osakaalule varades, millesse fondivalitseja võib investeerida, fondivalitseja tagasivõtusutlikkust isegi halvenenud turutingimuste korral. See vähendaks investeeringust esimesena väljuvate isikute eelist ja väljavoolu ohtu, sest tagab piisavate likviidsete varade olemasolu. Vähendades liigset likviidsuse mittevastavust fondi tasandil, vähendaks see ka kollektiivse müügi ulatust ja kiirmüügi ohtu. Kokkuvõttes vähendaks see süsteemse kriisi tõenäosust ja raskusastet.

**Tagasivõtmiste peatamise tõenäosust vähendab ka investeerimisfondi suurem suutlikkus rahuldada tagasivõtmistaotlusi halvenenud turutingimuste korral.** Investeerimisfondide struktuurilise vastupanuvõime suurendamine hoiaks ära liigse tuginemise täiendavatele likviidsuse juhtimise vahenditele, kuna osa meediakommentaariidest viitab konkreetselt peatamisvahendi enda võimalikule soovimatule mõjule<sup>(1)</sup>.

**Kohustuste poolel võivad fondivalitsejad rakendada tagasivõtopoliitikat ja vähendada investeerimisfondi pakutavat tagasivõtmisagedust ja/või kehtestada investeerimisfondist oma investeeringut välja võtta soovivatele investoritele etteteatamisaja.** Ebahariliku väljavoolutaseme korral annaks tagasivõtmiste piiramine fondivalitsejale rohkem aega likviidsete varade likvideerimiseks, et rahuldada tagasivõtmistaotlused. See annaks rohkem aega ka turule, et leida probleemidele lahendus, ja probleemide loomulikuks lahendamiseks aja jooksul (nt Ühendkuningriigi kinnisvarafondide puhul). Mõnikord võib see võimaldada ametiasutustel rakendada mõnda laiaulatuslikku sekkumismeetet, mis võib aidata leevendada vahetuid pingeid. Etteteatamisaja korral annaks tähtsaja eelnev teadmine investoritele nende likviidsuspositsiooniga seoses teatava planeerimisvõimaluse, mida tagasivõtmiste peatamine ei võimalda.

**Kinnisvarafondid kuuluvad nende fondide hulka, mille puhul võib esineda suur likviidsuse mittevastavus.** Kinnisvarafondid investeerivad tavaliselt vähemlikviidsetesse alusvarasse ja avatud struktuuri korral ohustab neid märkimisväärselt suur likviidsuse mittevastavus. Likviidsuse mittevastavuse ja finantsvõimenduse kasutamise koosmõju võib tekitada süsteemseid riske. Varakult tagasivõtmise algatanud investorid võivad saada investeeringust esimesena väljuvate isikute eelise, käivitades sellega väljavoolu, sest neil investeerimisfondidel on tagasivõtmistaotluste rahuldamiseks vähe likviidseid varasid. Need tagasivõtmistaotlused võivad finantsvõimenduse tõttu sundida fondivalitsejat müüma suurema osa portfelist ning see avaldab mõju varahindadele. Kokkuvõttes võivad sellised investeerimisfondid riske võimendada ja levitada neid ülejäänud finantsüsteemile<sup>(2)</sup>. Ühendkuningriigi kinnisvarafondide puhul aitas peatamine ära hoida ärikinisvara laiaulatusliku kiirmüügi pärast Ühendkuningriigi ELi liikmesuse referendumi (vt infokast 3). Inglise keskpanga andmetel võib investeerimisfondide varade ja kohustuste likviidsuse mittevastavus siiski endiselt haavatavust tekitada. Tulevased šokid ärikinnisvara turul võivad esile kutsuda tagasivõtmiste, peatamiste ja tegelikust hinnast madalama hinnaga müügi tsüklid.

<sup>(1)</sup> Ühendkuningriigi kinnisvarafondide puhul hiljuti toimunud muutuste võimalike soovimatute tagajärgede kohta vt <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brex-it-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> või <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>, vaadatud novembris 2017.

<sup>(2)</sup> Inglise keskpanga finantsstabiilsuse aruanne, november 2016.

### Infokast 3. Kinnisvarafondid – Ühendkuningriigi kinnisvarafondide juhtum

**Euroopa Liidu kinnisvarafondide omadused on erinevad.** Kinnisvarafondid investeerivad tavaliselt sellistesse vähemlikviidsetesse varadesse nagu kinnisvara, varaõigused ja omakapitaliosalused kinnisvarafirmades. Mõnes riigis on lubatud ainult kinnised kinnisvarafondid ning sel juhul võivad investorid oma osakud tagasi võtta üksnes kindlaksmääratud tähtaja saabumisel ja tavaliselt vaid investeerimisfondi lõpptähtajal. Teistes riikides antakse investeerimisfondi eeskirjades ja avatud fondide pakkumisdokumentides investoritele õigus taotleda sagedamini oma fondiosakute tagasivõtmist. See võib viia likviidsuse ulatusliku ümberkujundamiseni, eriti kui need investeerimisfondid pakuvad tagasivõtmisvõimalust iga nädal või iga päev.

**Ühendkuningriigis tekkisid kinnisvarafondidega seotud probleemid pärast 23. juunil 2016 korraldatud ELi liikmesuse referendumit.** Mitu Ühendkuningriigis tegevusluba omavast 19 investeerimisfondist<sup>(1)</sup> rakendasid ajavahemikus 2016. aasta juulist kuni detsembrini likviidsuse suurendamiseks erimeetmeid. Ühendkuningriigi kinnisvaraturul võis ligikaudu kaheksa kuu jooksul enne referendumit täheldada väärtuste langust ja investeerimisfondidega seotud tagasivõtmisi ning ELi list lahkumise otsus põhjustas investorite tagasivõtmisnõudluse kasvu. 15 iga päev kauplemist pakkuva investeerimisfondi kumulatiivne tagasivõtmismäär oli 4,1 % vara puhasväärtusest ja ühel juhul oli tagasivõtmismäär 8 % vara puhasväärtusest. Samal ajal korrigeerisid kümme investeerimisfondi varade õiglast väärtust 4–15 % ulatuses.

**Kõnealused investeerimisfondid rakendasid erinevaid lähenemisviise likviidsuse juhtimise vahendite kasutamisel.** Kuus iga päev kauplevat investeerimisfondi, mille koguväärtus oli ligikaudu 14,6 miljardit naelsterlingit, peatasid juuli esimesel nädalal tagasivõtmised (neist kolm olid juba korrigeerinud varade õiglast väärtust). Üks investeerimisfond alustas uuesti kauplemist, kohaldades lahjendusvastast tasu, mis peegeldas paljude varade kiireks müügiks vajalikku madalamat hinda. Teised fondivalitsejad jätkasid peatamise kohaldamist oma investeerimisfondide suhtes seni, kuni varade hindamisel oli nende hinnangul saavutatud piisav selgus. Ühendkuningriigi finantsjärelevalveasutuse (Financial Conduct Authority, FCA) eeskirjad näevad ette, et fondivalitseja peab peatamise põhjendatuse vähemalt iga 28 päeva tagant läbi vaatama, kuid ei kehtesta peatamise maksimaalset tähtaega.

**Alates juuli keskpaigast hakkas tagasivõtmisnõudlus naasma tavapärasele tasemele. Tagasivõtmise peatanud investeerimisfondid alustasid ükshaaval taas kauplemist, neist viimane detsembri keskel.** Kord kuus või kord kvartalis osakute tagasivõtmist võimaldavad investeerimisfondid ei saanud tavapärasest rohkem tagasivõtmistaotlusi või olid suutelised tagama, et nõudluse rahuldamiseks oli olemas piisav hulk sularaha ja muid likviidseid varasid.

**See juhtum avaldas mõju mõnedele investeerimisriskiga elukindlustusega seotud fondidele, kuid teistele varaklassidele mõju ei levinud.** Kauplemise peatamine mõjutas mõningaid investeerimisriskiga elukindlustusega seotud fonde, mis olid investeerinud investeerimisfondi kinnisvara kui varaklassi positsiooni saamiseks. Neist fondidest 59 (valitsetavate varade koguväärtusega 2 miljardit naelsterlingit) olid investeerinud tagasivõtmised peatanud investeerimisfondi. Mõnel juhul mõjutas see nende võimet täita oma lepinguväliseid kohustusi, sealhulgas seoses lepingute ülesütlamise või üleandmisega, kuid ei mõjutanud hüvitiste väljamaksmist tähtpäeva saabumisel või kindlustatud isikute surma korral.

**Inglise keskpank rõhutas oma 2016. aasta juuli finantsstabiilsuse aruandes ülekandumise riski<sup>(2)</sup>.** Turgu mõjutanud sündmuse laad vähendas siiski ohtu, et sellel võib olla süsteemne mõju. Šokk oli mitte laiaulatuslik krediidisündmus, vaid eelkõige Ühendkuningriigile eriomane sündmus, mis mõjutas kinnisvarahindu. Pealegi oli iga päev kauplevate investeerimisfondidega seotud tagasivõtmiste mõju fondidele juba kättesaadavate vahendite kasutamise tulemusena vaoshoitud. Lisaks sellele oli nende investeerimisfondide väärtus väike: valitsetavate varade väärtuse alusel moodustasid kinnisvarasse investeerivad tegevusloaga investeerimisfondid ligikaudu 2,7 % Ühendkuningriigi avatud investeerimisfondidest (949,7 miljardit naelsterlingit). Kõik avatud investeerimisfondid on ärikinnisvarasse investeerinud kokku ligikaudu 35 miljardit naelsterlingit, st vähem kui 10 % turust (683 miljardit naelsterlingit).

<sup>(1)</sup> Need fondid on direktiivi 2011/61/EL kohased alternatiivsed investeerimisfondid, kuid nad saavad tegevusloa ja neid reguleeritakse Ühendkuningriigi õiguse alusel.

<sup>(2)</sup> Inglise keskpanka finantsstabiilsuse aruanne, juuli 2016.



**Teine näide on olukord, kus võlakirjafondid investeerivad mitteinvesteeringujärgu võlakirjadesse ja krediidiireitinguta võlakirjadesse, mis võivad tekitada märkimisväärse likviidsuse mittevastavuse.** 2015. aasta detsembris teatas Ameerika Ühendriikide suur võlakirjafond (suure tulususega), et ta likvideerib oma portfelli ja peatab tagasivõtmised. Fondivalitseja leidis, et fikseeritud tulumääraga väärtpaberite turu üldist likviidsuse vähenemist silmas pidades ei ole võimalik koguda investorite tagasivõtmistaotluste rahuldamiseks piisavalt sularaha, müümata varasid madalama hinnaga, pannes seeläbi ülejäänud osanikud ebasoodsamasse olukorda. See oli tingitud selliste investeerimisfondi varade nagu CCC või madalama krediidiireitinguga või krediidiireitinguta ettevõtete võlakirjade (nn probleemsete võlakirjad) olemuslikust vähesest likviidsusest ning sularaha ja muude likviidsete varade nappusest.

**Enamiku Euroopa Liidu investeerimisfondide puhul ei esine suurt likviidsuse mittevastavust.** Näiteks aktsiafondid tegelevad likviidsuse ümberkujundamisega piiratud ulatuses, <sup>(1)</sup> sest enamikku börsil noteeritud aktsiatest peetakse isegi stressiolukorras likviidseks. Samamoodi tunduvad võlakirjafondide kohta kogutud andmed viitavat likviidsuse ja tähtaegade ümberkujundamise vahelisele kompromissile <sup>(2)</sup>. Vähemlikviidsetele ettevõtete võlakirjadele keskenduvad investeerimisfondid investeerivad üldjuhul keskmisest lühema tähtajaga väärtpaberitesse, samal ajal kui likviidsematele riigivõlakirjadele keskenduvad investeerimisfondid investeerivad tavaliselt pikemaajalistesse varadesse. Pikaajalistesse likviidsetesse varadesse investeeriv fond on üldjuhul suuteline need igal ajal müüma, samal ajal kui lühiajalistesse vähemlikviidsetesse varadesse investeeriv fond peaks olema suuteline oma portfelli sageli pikendada, piirates sellega likviidsuse ümberkujundamist <sup>(2)</sup>.

**Olemuslikult vähemlikviidsetesse varadesse investeerivate avatud alternatiivsete investeerimisfondide puhul esineb seevastu suurim tähtaegade mittevastavus.** Nagu ESRNi väljaandes „EU Shadow Banking Monitor“ märgitud, moodustavad kinnisvarafondid 5 % Euroopa investeerimisfondidest (658 miljardit eurot) ning enamik neist on avatud ja neid ohustab likviidsuse mittevastavus. Kinnisvarasektor on muutunud viimastel aastatel üha tähtsamaks, kuna valitsetavate varade väärtus on suurenenud 34 % viimasel kahel aastal (kuni 2016. aasta neljanda kvartalini) võrreldes 19 % kasvuga ülejäänud fondide sektoris. ESRNi väljaandest „EU Shadow Banking Monitor“ ilmneb ka, et riskifondid (436 miljardit eurot) tegelevad oma strateegiast olenevalt likviidsuse ümberkujundamisega. Laenufondid on seevastu alles arenev sektor (26 miljardit eurot).

Tabel 1

## Investeerimisfondidepoolne likviidsuse ümberkujundamine

Fondiliik	Võlakirjafondid	Riskifondid	Kinnisvarafondid	Börsil kaubeldavad fondid	Börsivälistesse ettevõtetele investeerivad fondid
	●	●	●	●	○

Värvikoodid: ● = märkimisväärne aktiivsus; ● = keskmine aktiivsus; ● = vähenenud aktiivsus; ○ = ebatõenäoline või ebaoluline aktiivsus

Tabel 2

## Euroala investeerimisfondide varad (triljonites eurodes)

	Dets 2014	Juuni 2015	Dets 2015	Juuni 2016	Dets 2016	Märts 2017	Apr 2017
<b>Võlakirjafondid</b>	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
<b>Aktsiafondid</b>	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
<b>Riskifondid</b>	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
<b>Segafondid</b>	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

<sup>(1)</sup> Vt ESRN, „EU Shadow Banking Monitor“, nr 2, 2017.

<sup>(2)</sup> Vt ESRN, „EU Shadow Banking Monitor“, nr 1, 2016.

	Dets 2014	Juuni 2015	Dets 2015	Juuni 2016	Dets 2016	Märts 2017	Apr 2017
<b>Kinnisvarafondid</b>	0,48	0,50	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
<b>Kokku</b>	9,30	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

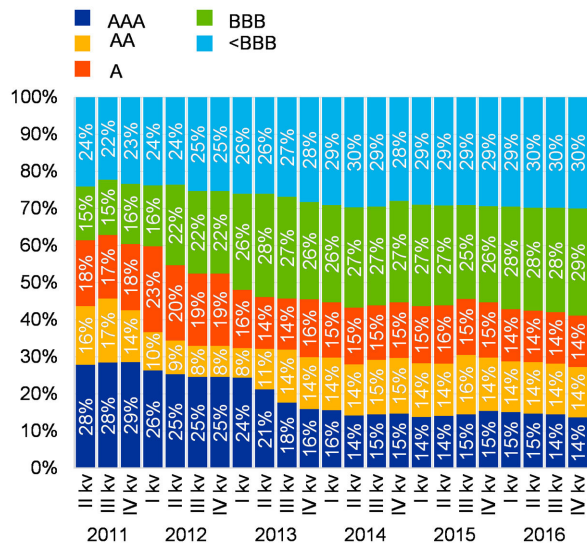
Viimasel paaril aastal on täheldatud suundumust, et mõned Euroopa Liidu võlakirjafondid, sealhulgas eurofondid, investeerivad kõrgema krediitireitinguga võlaväärtpaberite asemel rohkem madalama krediitireitinguga võlaväärtpaberitesse. Selle tulemusena pikenevad tähtjad ja suureneb krediidirisk. Suure tulususega investeerimisfondid moodustavad 19 % võlakirjafondide varadest ning eespool mainitud turu likviidsuse struktuurilistest ja tsüklilistest teguritest olenevalt ei saa välistada, et investeerimisfondides võib tekkida – vähemalt ajutiselt – likviidsuse mittevastavus. Ühtlustatud andmete puudumisel ELi tasandil on siiski raske hinnata selle probleemi olulisust ja eurofondide võimalikku osa finantsstabiilsust ohustavate riskide tekkimisel (vt infokast 4).

#### Infokast 4. Eurofondide võimalik avatus likviidsuse mittevastavusele

Direktiivi 2007/16/EÜ kohaselt peavad eurofondid investeerima peamiselt likviidsetesse varadesse. Ometi võib mõnede kõlblike varade likviidsus halvenenud turutingimuste korral väheneda, muutes eurofondid ajutiselt avatuks likviidsuse mittevastavusele. See kehtib eelkõige suure tulususega võlakirjafondide kohta. IOSCO algatas seetõttu hiljuti konsultatsiooni selle üle, kas fondidel, sealhulgas eurofondidel, peaksid olema likviidsuse juhtimiseks täiendavad mehhanismid <sup>(1)</sup>.

#### ELi võlakirjafondid: fondide varade keskmine krediitireiting

(% koguvastast; viimased andmed pärinevad 2016. aasta neljandast kvartalist)



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

Alates 2009. aastast on mõnede ELi võlakirjafondide puhul täheldanud üldist suundumust, et nad investeerivad kõrgema krediitireitinguga võlaväärtpaberite asemel rohkem madalama krediitireitinguga võlaväärtpaberitesse, pikendades samal ajal oma portfelli tähtaega. See investeerimistavade muutus on viimasel paaril aastal küll aeglustunud, kuid tähendab siiski, et need fondid on nüüd rohkem avatud muutustele võlakirjade tulususes. Võlakirjafondidel võib olla vähemlikviidsete portfelli ja rahaliste varade väiksema mahu tõttu raskem viia portfelli pärast suurte tagasivõtmistootluste rahuldumist tasakaalu, st põhjustamata mõju ülekandumist võlakirjaturgudele.

Hoolimata tõenditest, mis kinnitavad suuremat riskide võtmist võlakirjaturgude likviidsuse vähenemise tingimustes, <sup>(2)</sup> tähendab üksikasjalike andmete puudumine eurofondide varade (nt likviidsuse) ja kohustuste kohta seda, et finantsstabiilsust ohustavaid riske ei saa terviklikult hinnata. Nende riskide olulisuse hindamiseks tuleb eurofondide valitsejatele kehtestada aruandluskohustus, nagu on ette nähtud soovitus D. See tähendab üksikasjalike ja ühtlustatud andmete kogumist ja vahetamist. Kui aga analüütilised tõendid näitavad, et eurofondide sektorit ohustab märkimisväärne likviidsuse mittevastavus, võib olla vajalik lisada soovitusse B mõned konkreetsed eurofondide investeerimistooted.

<sup>(1)</sup> IOSCO, „Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration“, konsultatsiooniaruanne, juuli 2017.

<sup>(2)</sup> BIS, „Shifting tides – market liquidity and market-making in fixed income instruments“, 2015.

**Finantsstabiilsuse nõukogu soovitus** <sup>(1)</sup> kohaselt peaksid investeerimisfondi varasid ja investeeringuid käsitlevad strateegiad olema kooskõlas fondi osakute tagasivõtmise tingimustega nii investeerimisfondi asutamisel kui ka fondi tegevuse ajal (nii olemasolevate kui ka uute investeerimisfondide puhul). Arvesse tuleks võtta varade oodatavat likviidsust ning investorite käitumist nii tavapäraste kui ka halvenenud turutingimuste korral.

**Täiendavad sätted selles valdkonnas peaksid olema vastavuses direktiivi 2011/61/EL kohase kehtiva raamistiku**. Selles direktiivis on juba sätestatud, et investeerimisfondi investeerimisstrateegia, likviidsusprofiil ja tagasivõtupoliitika peavad olema kooskõlas, ning nähtud ette asjakohased likviidsuse juhtimise piirangud ja stressitestid. Praeguse õigusraamistiku kohaselt peaksid alternatiivsete investeerimisfondide valitsejad olema eelkõige suutelised tõendama oma riiklikule pädevale asutusele, et kehtestatud on asjakohane likviidsuse juhtimise kord ja tõhusad menetlused. Viimastest andmetest ilmneb siiski, et mõned alternatiivsed investeerimisfondid tegelevad endiselt likviidsuse suuremahulise ümberkorraldamisega <sup>(2)</sup>. Seetõttu aitaks sellise tõendamise muutmine kohustuslikuks kõikidele investeerimisfondidele, mis investeerivad vähemlikviidsetesse varadesse, saavutada direktiivi 2011/61/EL eesmärgi, tagades direktiivi järjekindlama rakendamise. See soodustaks vähemlikviidsetesse varadesse investeerivate investeerimisfondide puhul konkreetsete meetmete, näiteks vähemlikviidsete varade sisemiste piirangute kasutamist.

**Likviidsuse suuremahulist ümberkorraldamist tuleks vältida.** Osa liikmesriike on lisanud oma õigusraamistikku erikorra, millega kehtestatakse alternatiivsete investeerimisfondide jaoks vähemlikviidseteks peetavate varade, näiteks kinnisvara või laenuade valitsemise tingimused. ESMA väitis oma arvamuses Euroopa Parlamendile, nõukogule ja komisjonile, <sup>(3)</sup> et laenu andvad alternatiivsed investeerimisfondid tuleks asutada suletud fondidena, millel puudub õigus osakuid korrapäraselt tagasi võtta. Teised liikmesriigid on kehtestatud struktuurimeetmed, et kõrvaldada tagasivõtmistaotluste arvukusest tulenev kiirmüügi oht. Näiteks kui portfelligi märkimisväärne osa on mittelikviidne, on investeerimisfondi varade olemusliku laadi tõttu nõutav suletud struktuur. Fondivalitseja peaks üksnes teatavate tingimuste täitmisel pakuma investoritele võimalust taotleda investeringu tagasimaksmist alternatiivse investeerimisfondi tähtaja jooksul. See peaks toimuma kindlaksmääratud ajavahemike tagant, näiteks vastavalt Euroopa Parlamendi ja nõukogu määruses (EL) 2015/760 <sup>(4)</sup> sätestatud.

**Käesolevas soovitus** tehakse ESMA-le ettepanek koostada olemuslikult vähemlikviidsete varade loetelu. Õigusnormid ei sisalda praegu likviidsete või vähemlikviidsete varade määratlust (vt infokast 5). Ometi ei ole eesmärk sellise määratluse kavandamine, vaid hoopis direktiivi 2011/61/EL eelnimetatud sätete järjepideva rakendamise edendamine. Termin „vähemlikviidsete“ tunnistab ka asjaolu, et varad on harva – või ei ole kunagi täielikult – mittelikviidsete.

**Võttes arvesse valdkondadevahelise järjepidevuse vajadust, peaks ESMA konsulteerima selle loetelu koostamisel EBA ja EIOPAga.** Kui järelevalveasutus nimetab mõne vara likviidseks või vähemlikviidseks, saadab see signaali turuosalistele. Pealegi on ostjad halvenenud turutingimuste korral üldjuhul samad, olenemata sellest, kes vara müüb (reguleeritud või mittereguleeritud pank või muu asutus). Seetõttu on soovitatav tagada järelevalveasutuste lähenemisviiside kooskõla <sup>(5)</sup>.

**Olemuslikult vähemlikviidsete varade loetelu peaks sisaldama varasid, mida ei saa turupingete olukorras lihtsalt ja kiiresti sularahaks konverteerida, kaotades vaid väikese osa nende väärtusest.** Varade likviidsust analüüsides tuleks arvesse võtta muu hulgas aega, mis kulub nende varade likvideerimiseks halvenenud turutingimuste korral, ilma et peaks nõustuma oluliselt madalama hinnaga. ESMA peaks seda loetelu koostades võtma eelkõige arvesse kinnisvara, börsil noteerimata väärtipabereid (sh eraettevõtete aktsiaid), laene ja muid alternatiivseid varasid. Kuna käesoleva soovitus eesmärk on käsitleda olemuslikult vähemlikviidsete varade põhjustatavaid struktuuriprobleeme, ei peaks see loetelu sisaldama varasid, mida saab tavapäraste turutingimuste korral müüa, ilma et peaks nõustuma oluliselt madalama hinnaga.

<sup>(1)</sup> FSB, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, jaanuar 2017.

<sup>(2)</sup> ESRN, „EU Shadow Banking Monitor“, november 2017.

<sup>(3)</sup> ESMA, „Key principles for a European framework on loan origination by funds“, aprill 2016.

<sup>(4)</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) 2015/760, 29. aprill 2015, Euroopa pikaajaliste investeerimisfondide kohta (ELT L 123, 19.5.2015, lk 98).

<sup>(5)</sup> Järelevalveasutuste koostöö vajadust sellistes küsimustes üldiselt tunnistatakse (nt Euroopa Parlamendi ja nõukogu 4. juuli 2012. aasta määruse (EL) nr 648/2012 (börsivälise tuletisinstrumentide, keskmise vastaspoolte ja kauplemisteabeohidlate kohta) (ELT L 201, 27.7.2012, lk 1) artikli 46 lõige 3 ja artikli 11 lõige 15; selle määrusega nähakse ette riskide maandamise meetodid börsivälise tuletisepingute puhul, mida ei kliiri keskse vastaspoolte kliiringukoda).

**Kui investeerimisfondil on vähemlikviidsete varade riskipositsioon, võib fondivalitsejal olla juurdepääs vahenditele, mida ta saab kasutada likviidsusriski vähendamiseks** <sup>(1)</sup>. Fondivalitsejad peaksid sellisel juhul tõendama asjaomasele riiklikule pädevale asutusele nii investeerimisfondi asutamisel kui ka fondi tegevuse käigus (st heakskiitmisprotsessi ajal ja pärast investeerimisfondi heakskiitmist vastavalt heakskiitmismenetlusele), et nad suudavad järgida oma investeerimisstrateegiat mis tahes eeldatavate turutingimuste korral. Võttes arvesse investeerimisfondi suhtes kohaldatavaid õigusnorme ja järgides oma investeerimispoliitikat, saab fondivalitseja kasutada erinevaid vahendeid oma investeerimisstrateegia ja investeerimisfondi tagasivõtupoliitika vahelise kooskõla tagamiseks nii fondi ettevalmistamisel kui ka selle tegevuse käigus <sup>(1)</sup>. Need vahendid on muu hulgas järgmised:

- fondi liik (nt suletud investeerimisfond, Euroopa pikaajaline investeerimisfond);
- tagasivõtupoliitika;
- investeerimispoliitika, sealhulgas loetellu kantud varade suhtes kohaldatavad sisemised piirangud, likviidsete varade puhver, (riskipositsioonide või vastaspoolte) mitmekesistamine ja investeerimisfondi suuruse piiramine vastavalt alusvara turule;
- täiendavate likviidsuse juhtimise vahendite rakendamine;
- likviidsusriski juhtimise protsessid, sealhulgas näiteks asjaomaste künniste kindlaksmääramine, varade liigitamine likviidsusklassidesse, investorite kontsentratsiooni ja eeldatavate tagasivõtmistavade seire.

Sisemiste piirangute kasutamist tuleks riiklikule pädevale asutusel teatada eelkõige asjaomase investeerimisfondi asutamisel; hiljem tuleks riiklikku pädevat asutust teavitada nende piirangute muutmise korral ja järelevalveasutuse nõudmisel. Sisse tuleks seada ka investorite teavitamine, tuginedes ESMA koostatavatele suunistele.

**Investeerimisfondide investeerimisstrateegiate järgimise suutlikkuse tõendamine võib mõnikord olla põhjendamatult koormav, eelkõige väikeste fondide valitsejate jaoks.** Seepärast peaks riiklikele pädevatele asutustele jätma teatava kaalutusõiguse sellise mehhanismi kavandamisel, mis võimaldab alternatiivsete investeerimisfondide valitsejatel tõendada investeerimisfondide investeerimisstrateegiate järgimist. Riiklik pädev asutus võiks näiteks võtta hindamisel arvesse stressitesti tulemusi.

**ELi õigusaktides puudub turu „likviidsuse“ ühtne määratlus, mille alusel saaks koostada vähemlikviidsete varade loetelu.** Igas õigusaktis kasutatakse selle otstarbest lähtuvalt erinevat lähenemisviisi likviidsuse küsimusele (vt infokast 5). Riiklikul tasandil kasutatud lähenemisviiside näited on esitatud Ühendkuningriigi finantsjärelevalveasutuse konsultatsioonidokumendis, <sup>(2)</sup> mis käsitleb mittelikviidsete varasid ja avatud investeerimisfondide ning milles täpsustatakse mitu mittelikviidsete varade ühist omadust:

- nendega ei kaubelda reguleeritud turul;
- pakkumise ja nõudluse vahel võib esineda oluline tasakaalustamatus;
- ostjal ja müüjal kulub hinna ja muude tehingutingimuste üle läbirääkimisteks tõenäoliselt aega;
- vara hindamine on keeruline protsess;
- füüsilisi varasid ostetakse ja müüakse tavaliselt tervikuna;
- nende tegurite ja selliste muude võimalike tagajärgede tõttu nagu omandiõiguse vaba ülekandmise piirangud võtab tehingute sõlmimine sageli kaua aega.

#### Infokast 5. Likviidsuse käsitlemine ELi õigusaktides

**Direktiivis 2007/16/EÜ on seoses likviidsete varadega ette nähtud, et eurofondid on kohustatud investeerima peamiselt likviidsetesse varadesse, ning sätestatud vabalt võõrandatavate väärtpaberite, rahaturuinstrumentide ja tuletisinstrumentide kõlblikkuse erinormid.** Vabalt võõrandatavaid väärtpabereid ja rahaturuinstrumente võib üldjuhul pidada likviidseks, kui nendega on lubatud kaubelda või nendega kaubeldakse reguleeritud turul. Vähemlikviidsed varad ei ole sõnaselgelt määratletud, kuid direktiivi 2009/65/EÜ kohaselt peetakse neid investeringuna mittekõlblikuks. See kehtib eelkõige füüsilise kauba ja kinnisvara kohta.

<sup>(1)</sup> IOSCO, „Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration“, konsultatsiooniaruanne, juuli 2017.

<sup>(2)</sup> FCA, „Illiquid assets and open-ended investment funds“, aruteludokument (DP 17/1), veebruar 2017.

Likviidsuse kontsepti mainitakse mitmes teises ELi õigusaktis, mis on loetletud allpool.

- Euroopa Parlamendi ja nõukogu määruses (EL) nr 909/2014<sup>(1)</sup> on sätestatud, et keskdepositooriumid peavad investeerima sularahasse või minimaalse turu- ja krediidiriskiga väga likviidsetesse finantsinstrumentidesse. Määruses (EL) nr 909/2014 ei ole likviidsust siiski sõnaselgelt määratletud, vaid selle asemel soovitatakse, et ESMA, EBA ja EKPS peaksid koostama regulatiivse tehnilise standardi eelnõu, milles täpsustatakse finantsinstrumentid, mida võib pidada väga likviidseks.
- Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) 2017/1131 rahaturufondide kohta<sup>(2)</sup> sisaldab päevast või nädalast likviidsust pakkuvate varade likviidsuse piirmäärasid, kuigi likviidsust ei ole sõnaselgelt määratletud. Määrus (EL) 2017/1131 tugineb mõttekäigule, mille kohaselt varade lühike lõpptähtaeg aitab tagada, et investorid saavad oma raha tagasi.
- Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL<sup>(3)</sup> sisaldab arutelu muude finantsinstrumentide kui aktsiad – näiteks võlakirjade – likviidsuse arvutamiseks kasutatava meetodika üle. ESMA kaalub likviidsuse arvutamiseks kaht alternatiivset meetodit, st instrumendipõhist lähenemisviisi ja finantsinstrumentide kategooriate lähenemisviisi. ESMA võttis lõpuks oma regulatiivses tehnilises standardis võlakirjade likviidsuse arvutamiseks kasutusele instrumendipõhise lähenemisviisi.
- Euroopa Parlamendi ja nõukogu määruses (EL) nr 575/2013<sup>(4)</sup> on likviidsed varad krediidasutuste likviidsuspuhvri seisukohast määratletud kui vabalt võõrandatavad varad, mida saab reguleerimata turgudel kiiresti ja ilma väärtuse märkimisväärse vähenemiseta rahaks konverteerida. Määruses eristatakse väga kõrge likviidsuse ja krediidikvaliteediga varasid (1. tasandi varad) ning kõrge likviidsuse ja krediidikvaliteediga varasid (2. tasandi varad). 1. tasandi varad on sularaha, keskpangas olevad hoiused, ELi riikide võlakirjad või valitsuse poolt garanteeritud võlakirjad ja teatavatele tingimustele vastavad pandikirjad. 2. tasandi varad on kolmandate riikide võlakirjad ja avaliku sektori üksuste emiteeritud võlakirjad ning nii pandikirjad kui ka ettevõtete võlakirjad vastavalt nende krediidikvaliteedile. Sellised varad on ka kõrge kvaliteediga väärtpaberistamised ja olulisse aktsiaindeksisse kuuluvad aktsiad.

**ELi likviidsuse hindamise meetodi väljatöötamisel ja vähemlikviidsete varade loetelu koostamisel võib olla kasulik tugineda USA väärtpaberijärelevalve (SEC) lähenemisviisile.** USA väärtpaberijärelevalve lähenemisviisi kohaselt on varade „mittelikviidsus“ määratletud mitte absoluutväärtuses, vaid arvestades ka mahtu (nt investeerimisfondide varad). Vt järgmine infokast 6.

#### Infokast 6. SECi likviidsuse koondarvestus

SEC käsitles likviidsuse küsimust hiljutises otsuses,<sup>(5)</sup> millega muudeti likviidsusriski avalikustamist avatud investeerimisfondide poolt. Otsuses esitatakse uus likviidsuse klassifitseerimise skeem, milles arvestatakse investeeingu likviidsust vastavalt päevade arvule, mille jooksul võib investeeingu konverteerida rahaks, ilma et selle investeeingu turuväärtus oluliselt muutuks. Konkreetsemalt pakub SEC välja, et investeeingu klassifitseerimine mittelikviidseks osutab sellele, et investeerimisfond ei saa mõistlikult eeldada asjaomase investeeingu müümist seitsme kalendripäeva jooksul, mõjutamata oluliselt selle turuväärtust. Lisaks sellele kohustab SEC investeerimisfondi võtma investeeingu likviidsuse kindlaksmääramisel arvesse oma positsiooni suurust ning selle turu sügavust, millel asjaomase investeeinguga kaubeldakse.

SECi otsuse kohaselt on fondivalitsejad kohustatud hindama ja analüüsima vähemalt kord aastas oma likviidsusriski, võttes arvesse mitut tegurit: strateegia, rahavood, sularaha ja börsil kaubeldavate fondidega seotud kaalutlused. SEC põhjendab sellist analüüsi protsessi kartusega, et mehhaaniline kontroll võib viia likviidsuse hindamiseni viisil, mis ei kajasta tõeliselt fondi võimet oma portfelli (või selle osa) tagasivõtmise katmiseks müüa, ilma et see mõjutaks turgu.

<sup>(1)</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 909/2014, 23. juuli 2014, mis käsitleb väärtpaberiarvelduse parandamist Euroopa Liidus ja väärtpaberite keskdepositooriume ning millega muudetakse direktiive 98/26/EÜ ja 2014/65/EL ning määrust (EL) nr 236/2012 (ELT L 257, 28.8.2014, lk 1).

<sup>(2)</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) 2017/1131, 14. juuni 2017, rahaturufondide kohta (ELT L 169, 30.6.2017, lk 8).

<sup>(3)</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (ELT L 173, 12.6.2014, lk 349).

<sup>(4)</sup> Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 575/2013, 26. juuni 2013, krediidasutuste ja investeerimisühingute suhtes kohaldatavate usaldatavusnõuete kohta ja määruse (EL) nr 648/2012 muutmise kohta (ELT L 176, 27.6.2013, lk 1).

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

Peale selle näeb SEC ette, et investeerimisfond on kohustatud võtma oma portfelli kuuluvate investeeringute likviidsuse klassifitseerimisel arvesse „turu, kauplemise ja investeeringutega seotud kaalutlusi“, kuigi ta ei täpsusta nende üksikasju.

Teatavate fikseeritud tulususega väärtpaberite puhul kaldub näiteks kauplemissagedus olema piiratud. See ei pruugi aga osutada väärtpaberi mittelikiidsusele ja investeerimisfond võib siiski olla suuteline seda suhteliselt kiiresti müüma. Usaldusväärsemad hinnangud võib saada SECi kavandatud mitmesuguseid näitajaid hinnates<sup>(1)</sup>. Sellised likviidsuse koondnäitajad võivad hõlmata tegureid, mis põhinevad väärtpaberi varade, turu ja portfelliga seotud omadustel, nagu on selgitatud allpool.

- Varategurid põhinevad vara struktuuril. Mida keerulisem on väärtpaberi väärtuse hindamine ja mida vähem see järgib standardeid, seda mittelikiidssem see väärtpaber on üldjuhul. Lisaks sellele võivad fikseeritud tulususega toodete puhul likviidsust mõjutada sellised aspektid nagu tähtpäev, krediidireiting ja emiteerimise kuupäev.
- Turutegurid on seotud vara emiteerimise ja järelturuga. Üldjuhul on väärtpaber seda likviidssem, mida rohkematel turgudel võib sellega kaubelda. Turukvaliteedi tegurid hõlmavad ka nende turgude osaliste arvu, mitmekesisust ja kvaliteeti. Need võivad olla seotud ka asjaomastel turgudel kauplemise kuludega ning sõltuda likvideerimiskuludest, mis võivad olla tingitud teises riigis ja väärings kauplemisest.
- Kauplemistegurid on väärtpaberi hinna ja kauplemismahuga seotud näitajad. Võimaliku mittelikiidsuse hindamiseks saab kasutada ostu- ja müügihinna vahet ning kauplemismahtu ja kauplemissagedust. Varasemate mahtude andmed aitavad näiteks hinnata maksimaalset mahtu, mida saab kasutada kauplemise turumõju hindamiseks.
- Portfellitegurid on portfellile iseloomulikud näitajad. Investeerimisfondid peaksid arvesse võtma oma positsiooni suurust võrreldes päevase kauplemismahu ja tasumisele kuuluvate summadega. Nad peaksid siiski kaaluma ka asjaomaste varade suhet portfelli muude varadega (nt tuletisinstrumentidega). Mittelikiidsus võib olla seotud ka portfellipositsioonide koondumisega – see võib olla mittelikiidsuse allikas, kui kõik investeerimisfondi hoitavad varad on väga sarnased ja nendega kaubeldakse samal turul.

Kuna SECi lähenemisviis võib olla kasulikuks vundamendiks likviidsuse tulevasel määratlemisel ELis, võib olla soovitatav viia ELi lähenemisviis sellega kooskõlla. Poliitika vaatenurgast tooks kookõlla viimine täiendavat kasu, sest kui ELi ja USA raamistikud oleksid üldjoontes sarnased, moodustaksid need tõhusa üleilmse standardi investeerimisfondide mittelikiidsuse hindamiseks.

## II.2.2. Soovimatu mõju

**Varade poolel sisemisi piiranguid rakendavad fondivalitsejad ei kõrvaldaks täielikult investeeringust esimesena väljuvate isikute eelist.** Investeeringust varakult väljuvad isikud võivad endiselt soovida saada likviidsid varasid, et vältida mittelikiidsesse investeerimisfondi löksu jäämist. Kuna aga likviidsete varade kättesaadavus suurendaks usaldust investeerimisfondi tagasivõtmissuutlikkuse, peaks investorite väljavoolu risk üldiselt vähenema.

**Sisemise piirangu rakendamine võib põhjendamatult pärssida fondivalitseja võimet kasutada tagasivõtmiste katmiseks olemasolevaid likviidsid varasid.** See on nii näiteks juhul, kui fondivalitseja ei saa sisemist piirangut ületamata kasutada likviidsid varasid. Selle probleemi olulisust ei tohiks siiski ületähtsustada. Direktiivi 2011/61/EL kohaselt ei peaks piirangu ületamine iseenesest tingima meetmete võtmist alternatiivse investeerimisfondi valitseja poolt, kuna see sõltub konkreetsetest asjaoludest ja alternatiivse investeerimisfondi valitseja lubatud häälest. Kõnealused piirangud käivitaksid sõltuvalt asjaoludest jätkuva seire või parandusmeetmed.

<sup>(1)</sup> SECi dokumendis on loetletud üheksa tegurit portfelli konkreetsete varapositsioonide klassifitseerimiseks.

**Halvimal juhul võib vara lisamine loetelusse toimida protsükliiselt, käivitades selle vara müügi ja põhjustades järsu hinnalanguse.** Fondivalitsejal võib olla vaja vara müüa, et järgida uusi sisemisi piiranguid või ennetada investorite negatiivset reaktsiooni, tekitades seeläbi probleemi, mida loetelu pidi tegelikult leevendama. Sarnaselt võib mõne vara häbimärgistamine põhjusel, et selle likviidsuse puudumine võib heidutada mõningaid investeerimisfonde sellesse üldse investeerimast, avaldada mõju finantsturgude toimimisele. Seetõttu peaks loetelu sisaldama üksnes varasid, mis on „olemuslikult“ vähemlikviidsed, sest turuosalisel oleksid pidanud selle omaduse juba kindlaks tegema. Peale selle eeldaksid „olemuslikult“ vähemlikviidsesse varadesse investeerivad investorid juba, et fondivalitsejatel on nende tagasivõtupoliitika kooskõlas olev investeerimispoliitika, nagu on ette nähtud direktiiviga 2011/61/EL. Vara kandmisel loetelusse on vaja üleminekukorda, mis annaks fondivalitsejatele aega nõuete täitmiseks ja hoiaks ära sundmüügi.

**Kohustuste pooltel suurendab tagasivõtmisageduse vähendamine tõenäoliselt kauplemismahtu, mis võib halvenenud turutingimuste korral avaldada mõju hindadele.** Korrapärase väljavoolude tagamise asemel koguks fond mitu tehingukorraldust kokku, et täita need ühel ja samal ajal. Üks võimalus oleks kehtestada etteteatamisaeg, <sup>(1)</sup> mis peegeldaks alusvara müügiks vajalikku aega. Teine võimalus oleks kasutada järjekorrasüsteemi, nii et fondivalitseja ei oleks kohustatud rahuldama tagasivõtmistaotlusi järgmisel hindamisel pärast nende saamist. Fondivalitseja saaks sellisel juhul arvutada tagasivõtmistaotluste rahuldamiseks vajaliku likviidsuse isegi varem ja võiks alustada investeringute müüki vastavalt taotlustele. See võiks vähendada ohtu, et tehingud teostatakse kiirmüügi hinnaga.

**Tunnistada tuleks ka õigusliku arbitraaži ohtu.** See oht on siis, 1) kui reguleerimata alternatiivsed investeerimisfondid jäetakse soovitusel kohaldamisalast välja ja 2) kui fondivalitseja registreerib investeerimisfondi eurofondide direktiivi alusel eesmärgiga teha suurem investering olemuslikult vähemlikviidses klassifitseeritud varasse, eeldusel et seda vara peetakse eurofondi puhul kõlblikuks. Viimasel juhul kohaldatakse investeerimisfondi suhtes aga direktiivi 2009/65/EÜ sätteid, mis on teatavates aspektides rangemad kui direktiivi 2011/61/EL sätteid. See vähendab stiimulit registreerida fond eurofondina, et vältida alternatiivsete investeerimisfondide suhtes kohaldatavaid piiranguid.

### II.3. Soovitus C – stressitestide läbiviimine

#### II.3.1. Majanduslikud kaalutlused ja kavandatud mõju

**Mikrotasandi usaldatavusjärelevalve stressitestide eesmärk on parandada riski- ja portfelli juhtimist nii üksikute investeerimisfondide kui ka fondivalitsejate tasandil.** Testides simuleeritakse äärmuslikke või ebasoodsaid, kuid usutavaid majandus- ja finantsolusid, et uurida nende tagajärki nii investeerimisfondi tulemusnäitajatele kui ka tema võimele rahuldada tagasivõtmistaotlused isegi vara puhaväärtuse vähenemise korral. Stsenariumi analüüs annab paremat teavet turutingimuste võimaliku muutumise korral tekkivate riskide kohta, mis võivad avaldada negatiivset mõju valitsetavatele portfelledele. Tavaliste turutingimuste valitsedes teevad stressitestid kindlaks investeerimistoodete ja investeerimisstrateegiate võimalikud puudused ning aitavad fondivalitsejatel kohandada oma portfelli riski juhtimist ja teha ettevalmistusi kriisi puhkemiseks. Kriisiperioodil toetavad stressitestid kohandamist kriisi iseärasustele, kriisi ohjamist ja teabe avalikustamist kriisilahendusasutusele. Stressitestid on seega riskijuhtimise ja otsuste tegemise vahend.

**Investeerimisfondidel on oma eripärad, mis kõik mõjutavad konkreetse investeerimisfondi likviidsusriski ja seega otstarbeka stressitesti ülesehitust investeerimisfondi tasandil.** Varade poolt iseloomustavad näiteks peamised turud ja instrumendid, investeerimisstrateegia ja ajakava, geograafiline rõhuasetus, portfelli kontsentratsioon, portfelli käive ja tehingute tüüpilised suurused. Kohustuste poolt iseloomustab investeerimisfondi investoribaas, mis võib hõlmata jaeinvestoreid või institutsioonilisi investoreid või nende kombinatsiooni, kusjuures kõigil investoritel on individuaalsed portfelli struktuuri ja likviidsusega seotud vajadused ning erinevad regulatiivsed nõuded (pangad, kindlustusseltsid ja pensionifondid) ja seetõttu on nende käitumine erinev. Eri liiki investorite kontsentratsioon investeerimisfondis on eriti oluline, sest suur kontsentratsioon võib viia olukorrani, kus üheaegselt esitatakse suur hulk tagasivõtmistaotlusi.

<sup>(1)</sup> Etteteatamisaja kasutamine tekitab tehingukorralduse andmise ja selle täitmise vahelise viivituse tõttu praktilisi probleeme. Sellisel juhul oleks eelkõige võrdlusaluseid jälgivatel fondidel stiimul teostada tehing võimalikult lähedalt etteteatamisaja lõpule, et parandada oma tulemusnäitajaid, isegi kui sellel on turule negatiivne mõju.

**Investeeringufondide mitmekesisuse tõttu ei ole kehtestatud kohustuslikke nõudeid stressitesti stsenaariumide kohta.** Seetõttu on stressitestide näitajad, ulatus, sagedus ja keerukus sektori lõikes erinevad. Ometi on olemas mõned otstarbekad väljakujunenud lähenemisviisid, mis puudutavad bilansi mõlemat poolt. Investeeringufondi bilansi kohustuste poole stressitestid on tagasivõtmiste simulatsioonid. Need on tavaliselt kalibreeritud kohustuste stabiilsusanalüüsi alusel, mis ise sõltub investori liigist ja kohustuste kontsentratsioonist. Simulatsioonid võivad sisaldada varasematel andmetel põhinevaid või hüpoteetilisi tagasivõtmisstsenaariume, suurimate investorite algatatud tagasivõtmisi, suurimate tagasivõtmistega võrdväärseid tagasivõtmisi ning turusuundumuste ja sarnases olukorras olevate ettevõtjate rühmade analüüsi. Stressitestid võivad hõlmata ka investeeringufondi bilansi varade poolt, simuleerides investeeringufondi varade likviidsust erinevates turutingimustes. Selline simulatsioon käsitleb investeeringufondi võimet müüa varasid, ilma et see avaldaks olulist mõju hinnale. Stsenaariumid võivad hõlmata teatavate instrumentide või turusegmentide kauplemissuhte vähenemist (ostu-müügi noteeringute vahe suurenemise järel tekivad kahjud), hinnangulist maksimaalselt likvideerimisvõimet, mis on ühe päeva jooksul võimalik, või investeeringufondi varade jaotusel (nt likviidsusklasside kaupa) põhinevaid likvideerimisaja hinnanguid. Arvesse tuleks võtta ka turu ja teatavate varade likviidsusriski koostoimet.

**Üksikuid stressitestimise korraldusi käsitlevad suunised peaksid vähendama likviidsusriski nii investeeringufondide kui ka süsteemi tasandil ning tugevdama fondide likviidsusjuhtimise võimekust investorite huvides, sealhulgas vähendama ettenägematu tagasivõtmisperioode.** Stressitestid on vahend, mis toetab juba kehtestatud strateegiate tugevate külgede analüüsi. Testimine peaks kindlaks tegema investeeringustrateegia puudused ja valmistama fondi ette kriisiks. Õigesti läbiviidud stressitestid peaksid riskijuhtimist ja otsustamist abistava vahendina vähendama likviidsusriski investeeringufondide tasandil ning aitama seega vähendada likviidsusriski süsteemi tasandil.

**Suunised peaksid käsitlema stressitestimenetluste puudusi, nagu on näidanud ESRNi stressitestimise korralduse küsitlus.** ESMA antud suuniseid järgides peaksid üksused mõistma stressitesti nõuete miinimumtasest ning käsitlema erinevaid puudusi, sealhulgas liiga väikeste kärmete tegemist, stressitestide sagedust ja stsenaariumi ülesehitust ning varasemate andmete kriitikat kasutamist. Suuniste kohaselt peaksid stressitestide sagedus ja ülesehitus põhinema nii investeeringufondiga seotud näitajatel kui ka fondivalitsejaga seotud näitajatel. Lisaks sellele peaksid suunised olema sõnastatud selliselt, et fondivalitsejad tunneksid kohustust kasutada stressistsenaariumide kavandamisel raskusastet, millega nad võivad turul tõenäoliselt kokku puutuda. Investeeringufondide sektori mitmekesisuse tõttu tuleks stressitestide keerukus viia kooskõlla ka asjaomase investeeringufondi konkreetse riski- ja tagasivõtmisprofiiliga, taotlemata siiski erinevate stressitestis stsenaariumide liigset ühetaolisust. Suunised peaksid soodustama täpsemat ja asjakohasemat stressitestimist investeeringufondide tasandil, nii et süsteemi tasandil oleks riskitaseme suhtes vähem kahtlusi.

**Soovitus C on kooskõlas määruse (EL) 2017/1131 kohase ESMA kohustusega anda suuniseid rahaturufondide stressitestimise kohta.** ESMA on määruse kohaselt kohustatud välja andma suunised, et kehtestada stressitestide stsenaariumide ühtsed võrdlusparameetrid.

**Fondivalitsejad peavad viima korrapäraselt läbi nende valitsetavate investeeringufondide stressitestid.** Eurofondide ja alternatiivsete investeeringufondide puhul on stressitestimine kohustuslik, välja arvatud juhul, kui tegemist on finantsvõimendusega suletud alternatiivse investeeringufondiga või kui stressitestimist ei peeta eurofondi puhul asjakohaseks (direktiivi 2010/43/EL artikli 40 lõige 3, direktiivi 2011/61/EL artikli 16 lõige 1 ja delegeeritud määruse (EL) nr 231/2013 artikkel 48). Stressitest võimaldab mõlemat liiki investeeringufondi puhul fondivalitsejal hinnata likviidsusriski nii tavapärastes kui ka erandlikes likviidsustingimustes. Stressitesti tulemused tuleb direktiivi 2011/61/EL kohases aruandlusraamistikus esitada riiklikule pädeval asutusele ning see teave tuleb teha kättesaadavaks nii ESMA-le kui ka ESRNile. Määrusega (EL) 2017/1131 kehtestatakse rahaturufondidele üksikasjalikud stressitestimise kohustused, mis võivad olla kasulikud ka teiste investeeringufondi liikide jaoks.

**Eurofondide stressitestimise kohustused on alternatiivsete investeeringufondidega võrreldes vähem üksikasjalikud.** See peegeldab eurofondide bilansi varade ja kohustuste poole isearasusi (st selliste kõlblike varade määratlused, mis peaksid olema likviidsed, ja peamiselt jaainvestoritest koosnev investoribaas) ning erinevaid regulatiivseid nõudeid.



Alternatiivsete investeerimisfondide stressitestimise eeskirjad on vastavalt delegeeritud määrusele (EL) nr 231/2013 siiski üksikasjalikumad.

- a) Stressitestid peaksid simuleerima likviidsuspuudujääki ja ebatavalisi tagasivõtmistaotlusi. Stressitestis tuleks arvesse võtta vähemalt hiljuti esitatud ja tulevikus oodatavaid tagasivõtmistaotlusi ning analüüsida tuleks nende tagasivõtmistaotluste rahuldamiseks kuluvat aega. Stressitesti raames tuleks testida ka turutegureid, näiteks vahetuskursi, mis võib mõjutada alternatiivse investeerimisfondi või tema valitseja krediitprofili. Lisaks sellele peaks stressitesti tegemisel arvesse võtma väärtuse hindamise tundlikkust stressitingimustes.
- b) Stressitestide sageduse määravad minimaalse aastase sagedusena alternatiivse investeerimisfondi riskiprofiil (mis on investeerimisstrateegia osa), likviidsusprofiil, investori liik ja tagasivõtupoliitika. Kui stressitest osutab eeldatust oluliselt suuremale likviidsusriskile, peaks alternatiivse investeerimisfondi valitseja tegutsema alternatiivse investeerimisfondi ülesehitust ning likviidsusjuhtimise põhimõtete ja menetluste piisavust käsitledes kõikide fondi investorite huvides.

**ESRNi küsitlus fondivalitsejate stressitestimise korralduse kohta näitas, et enamik ELi fondivalitsejaid teeb korrapäraselt stressiteste.** Ligikaudu 93 % ESRNi küsitlusega <sup>(1)</sup> hõlmatud fondivalitsejatest teevad korrapäraselt valitsetavate investeerimisfondide stressiteste ja viivad oluliste muutuste korral läbi täiendavaid stressiteste (või on võimelised neid läbi viima). Võttes arvesse küsitlusega hõlmatud fondivalitsejate ja fondide eri liike, ilmnesid analüüsist ka märkimisväärsed erinevused stressitestide tegemise sageduses, fondivalitsejate kasutatavate stressistsenaariumide laadis ja stressitestimise keerukuses (vt järgmised punktid).

- **Kuigi stressitestide tegemise sageduse peaksid määrama eelkõige investeerimisfondiga seotud näitajad, kasutavad ainult üksikud fondivalitsejad investeerimisfondipõhiseid sagedusi.** Selle asemel kasutatakse fondivalitsejapõhist sagedust, mida rakendatakse kõikide valitsetavate investeerimisfondide suhtes. See on nii isegi suurte investeerimisühingute puhul, mis valitsevad paljusid eri liiki investeerimisfondide. Suur osa investeerimisfondipõhist stressitestimise sagedust kasutatavatest fondivalitsejatest rakendab eri sagedust eurofondide ja alternatiivsete investeerimisfondide suhtes, mitte ei lähtu investeerimisfondide erinevast portfellistruktuurist.
- **Suur osa fondivalitsejaid kasutab mitut likviidsusstsenaariumi, mis tavaliselt kajastavad erinevaid turutingimusi.** Kõik stressitestid põhinevad stsenaariumil, mis kajastab oluliselt halvenenud turutingimusi. Stressistsenaariumis kasutatav raskusaste on eri fondivalitsejatel siiski väga erinev. Mõne stsenaariumi puhul on väga küsitav, kas see kajastab tegelikult üldse halvenenud turutingimusi. Varade poolel on osa kohaldatud kärpeid üsna väikesed ja seetõttu ei ole need eriti asjakohased kajastamiseks suuri muutusi turulikviidsuses. Kohustuste poolel ei tohiks investeerimisfondid, kes ei ole tagasivõtmiste survet kunagi kogenud, tugineda oma tagasivõtmisstsenaariumides üksnes varasematele andmetele.
- **Kooskõlas eri liiki fondivalitsejate ja investeerimisfondide märkimisväärsede erinevustega kasutavad fondivalitsejad väga erineva keerukusastmega stressitestide stsenaariume.** Mõned fondivalitsejad kasutavad lihtsaid hüpoteetilisi stsenaariume, mis ei põhine mingitel andmetel, kuid teised kasutavad keerulisi statistilisi meetodeid investeerimisfondipõhiste stsenaariumide kavandamiseks. Mõistlikke likviidsusstsenaariume on juba loomu poolest raske kindlaks määrata. Erinevalt tururiskist, mille kohta on kättesaadav rohkelt teavet, on likviidsuse stressitesti modelleerimine palju keerulisem. Varade poolel võib stressiolukorras oleva likviidsusprofiili modelleerimine olla äärmiselt keeruline, eelkõige varade puhul, mille tehinguandmed ei ole hõlpsasti kättesaadavad (nt fikseeritud tulususega instrumendid). Kohustuste poolel ei ole lihtne prognoosida investorite käitumist halvenenud turutingimuste korral ja see sõltub mitmesugustest teguritest, näiteks institutsiooniliste investorite ja jaainvestorite suhtest või viivitusega reageerivate klientide osakaalust. Eurofondide korral on see probleem veelgi teravam, sest fondivalitsejatel on tavaliselt vähe andmeid eurofondide investorite koosseisu kohta. Regulaatiivsetel aspektidel tundub olevat stsenaariumide modelleerimisel väiksem roll. Stressistsenaariume kavandatakse seega vastavalt investeerimisfondi varaklassidele ja tagasivõtmisgraafikule.

<sup>(1)</sup> ESRNi küsitluse põhieesmärk oli anda ülevaade Euroopa varahaldurite stressitestimise korraldusest ja eelkõige analüüsida, mil määral käsitlesid üksikute fondide stressitestid likviidsusstressi (st investeerimisfondi võimet rahuldada suurt hulka tagasivõtmistaotlusi). ESRNi küsitlus hõlmas 274 ELi fondivalitsejat ning sisaldas küsimusi varahaldurite likviidsusriski juhtimise ja stressitestimise praeguse korralduse kohta.

**Stressitestid tuleks teha erinevate tingimuste põhjal, nagu ebaharilikud tagasivõtmistaotlused ja varahindade ebataavaline käitumine**, ning neis võib arvesse võtta ka selliseid sündmusi nagu kohustuste täitmata jätmise vastaspoole poolt ja muid riskitegureid (nt poliitilised riskid). ESMA suunised peaksid käsitlema neid stsenaariumiliike, mida investeerimisfond peaks stressitesti kavandamisel kaaluma. Stsenaariumid peaksid hõlmama varasematel hinnamuutustel põhinevaid stsenaariume ja hüpoteetilisi stsenaariume. Varasematel andmetel põhinevad stsenaariumid modelleerivad stressitesti parameetreid varasemate kriiside põhjal ja arvutavad, millist mõju oleksid need investeerimisfondile avaldanud. Stressitestimisel ei tohiks kasutada üksnes varasematel andmetel põhinevaid stsenaariume, sest tulevased kriisid on varasematest tõenäoliselt erinevad ja varasemaid kriise täpselt korrata on keeruline. Hüpoteetilised stsenaariumid võivad põhineda majandusšokkidel või investorite või fondivalitseja käitumisnäitajatel. Hüpoteetilise stsenaariumi ülesehitus peaks vastama asjaomase fondiliigi ja fondi strateegia konkreetsetele nõrkustele.

**Stressitestimise võiks lõpetada vastupidine stressitest.** Vastupidise stressitesti kasutamine võib anda kasulikku teavet investeerimisfondi käitumise kohta kuni tema maksejõuetuse saabumiseni. See vähendab vajadust kasutada varasematel andmetel põhinevaid stsenaariume ja kavandada hüpoteetilisi stsenaariume. Vastupidine stressitest võib anda fondivalitsejale võimaluse täielikult uurida ja mõista haavatavust ning kõrvaldada need riskid.

**Stressiteste tuleks ideaalsel juhul kasutada kõikides fondi eluetappides alates loomisest kuni likvideerimiseni ning vahepeal kõikide investeerimisotsuste tegemisel.** Investeerimisfondi loomisel tuleks stressitestimist kasutada selleks, et kindlaks teha ja määratleda investeerimisfondi parameetrid (nt riskiprofiil ja riskitaluvus), eelkõige seos alusvara likviidsuse ja võimalike tagasivõtmiste sageduse vahel, sealhulgas halvenenud turutingimuste korral. Samuti võib stressiteste kasutada siis, kui kaalutakse investeerimisfondi strateegia või tingimuste muutmist või investeerimisotsuseid. Stressiolukorras oleva investeerimisfondi likviidsusvalmiduse kava koostamisel võib stressitestimist kasutada erinevate likviidsusriski juhtimise vahendite kasutamise analüüsimiseks.

**Stressitestimise ajastamine ja sagedus peaksid peegeldama selliseid investeerimisfondi näitajaid nagu suurus, investeerimisstrateegia, alusvarad, investorite koosseis ja võimalike tagasivõtmiste sagedus.** Suure käibega portfelli või kiiresti muutuva investoribaasi korral on likviidsusprofiil ja likviidsusrisk tõenäoliselt volatilisemad. Sellistel juhtudel tuleks stressitestimist kasutada sagedamini kui investeerimisfondi puhul, mille investoribaas on stabiilsem ja tagasivõtmisperioodid pikad.

**Stressitestimise sagedus võib sõltuda kasutatava stsenaariumi laadist.** Varasematel andmetel põhinevate stsenaariumide korral saab stsenaariumi koostamiseks kasutatud statistilisi meetodeid hõlpsasti ajakohastada, võttes aluseks uued andmed ja stressitesti parameetrid. Kuna see protsess on sageli mehaaniline, võib seda kasutada sagedamini. Hüpoteetilised stsenaariumid nõuavad konkreetselt investeerimisfondi mõjutavate oluliste tegurite investeerimisfondipõhist hindamist, nii et ulatuslikuma analüüsi vajadust silmas pidades võib sellist stressitesti teha harvemini.

**Selle soovitusena ei püüta hõlmata makrotasandi usaldatavusjärelevalve stressiteste.** Makrotasandi usaldatavusjärelevalve stressitestid on valdkond, mida tuleb veel arendada. Andmete ja modelleerimisega seotud piirangud takistavad hetkel selliste mudelite kasutamist tõhusate järelevalvehenditena. ESRN analüüsib praegu makrotasandi usaldatavusjärelevalve stressitestide rolli nende finantsstabiilsust ohustavate riskide hindamisel, mis tulenevad investeerimisfondidest.

### II.3.2. Soovimatu mõju

**Stressiteste käsitlevate konkreetsete suuniste tulemusena võivad fondivalitsejad muuta oma käitumise sarnasemaks/ühtlustatumaks** ning investeerimisfondide varaposisioonid võivad lõpuks muutuda ühetaolisemaks (ühekülgsed positsioonid). See võib edaspidi suurendada karjainstinkti ohtu ja süsteemset finantsriski. Peale selle võivad arvukamad suunised põhjustada täiendavat stressitestimist ja seega suuremaid kulusid, eriti väiksemate fondivalitsejate puhul.

## II.4. Soovitus D – eurofondide aruandlus

### II.4.1. Majanduslikud kaalutlused ja kavandatud mõju

#### Soovitus D1 – eurofondide ja eurofondide valitsejate aruandluskohustused

**Ühtlustatud aruandlusraamistiku puudumine liikmesriikides takistab põhjalikku hindamist ja järelevalvet seoses eurofondide võimaliku osaga finantsstabiilsust ohustavate riskide tekkimisel.** Küsitlustulemustest ilmneb, et kuigi paljudes liikmesriikides on eurofondidele kehtestatud aruandluskohustus, on see aruandlus sageduse, ulatuse ja esitatavate andmete poolest erinev<sup>(1)</sup>. Seetõttu ei ole võimalik koondada riikide andmeid ega jälgida liidu tasandil näiteks eurofondide likviidsus- ja finantsvõimendusriski puhul toimuvaid muutusi.

**EKP investeerimisfondide statistika ei ole eurofondide likviidsus- ja finantsvõimendusriski põhjalikuks hindamiseks ja järelevalveks piisav.** Kuigi EKP statistika võimaldab reguleerivatel asutustel jälgida muutusi euroala investeerimisfondide sektoris, kasutades bilansi varade ja kohustuste kategooriate, sealhulgas tähtaegade jaotuse teavet, ei ole kasutatavad andmed asjakohase riskihinnangu tegemiseks piisavad. Eurofondide portfelli likviidsuse muutmise asjakohaseks hindamiseks on vaja üksikasjalikke andmeid instrumentidega kauplemise ja üksikute riskipositsioonide kohta, kuid need andmed puuduvad. Samuti ei saa asjakohaselt jälgida finantsvõimenduse kasutamise suundumusi, sest kättesaadavad andmed võimaldavad üksnes arvutada finantsvõimenduse kasutamist (st laenuvõtmise kaudu). Põhjalikum näitaja, mis mõeldaks finantsvõimendust, sealhulgas finantsvõimenduse kasutamist tuletisinstrumentide kaudu (st sünteetiline finantsvõimendus), puudub. Lisaks sellele ei eristata EKP statistikas praegu eurofonde ja alternatiivseid investeerimisfonde. Eristamine on oluline riskide asjakohaseks järelevalveks, sest need fondid tegutsevad väga erinevate õigusraamistike alusel.

**Eurofondide ühtlustatud aruandlusraamistiku kehtestamine ELi tasandil võib suurendada järelevalve tõhusust ning vähendada nii pädevate asutuste kui ka ettevõtjate aruandluse ebatõhusust ja kulusid.** Alates direktiivi 2011/61/EL jõustumisest on nii riiklikud pädevad asutused kui ka alternatiivsete investeerimisfondide valitsejad suurendanud oma tehnilist suutlikkust ja kogunud kogemusi direktiivi 2011/61/EL kohase põhjaliku ELi tasandi aruandlusraamistiku rakendamisel. Kuna uus eurofondide aruandlusraamistik põhineks olemasolevatel tehnilistel aruandlussüsteemidel, saaksid aruandluse suuremast koostoimest kasu nii pädevad asutused kui ka alternatiivsete investeerimisfondide ja eurofondide valitsejad või fondivalitsejad, kes valitsevad eurofonde, mille suhtes kohaldatakse eri riikides erinevaid aruandlusnõudeid.

**Eurofondide aruandlusraamistiku kehtestamisel peaks komisjon meeles pidama, et eurofondid tegutsevad rangema õigusraamistiku alusel kui alternatiivsed investeerimisfondid.** Eurofondidest tulenevate finantsstabiilsust ohustavate riskide nõuetekohaseks järelevalveks piisaks vähem ulatuslikust aruandlusraamistikust.

**Komisjon peaks ka meeles pidama muid praegusi algatusi, mis võivad sellist ühtlustatud aruandlust mõjutada.** Komisjon peaks arvesse võtma ESMA ja riiklike pädevate asutuste panust sellesse aruandlusesse, aga ka võimalikke uusi alternatiivseid/muudetud finantsvõimenduse näitajaid, mida IOSCO praegu välja töötab. Samuti tuleks arvesse võtta aruandlusnõudeid, mis on sätestatud määruses (EL) 2017/1131 rahaturufondide kohta.

**Üksikasjalikud aruandlusnõuded likviidsustingimuste kohta hõlbustaksid eurofondide likviidsuse ümberkorraldamist ja mittevastavusest tuleneva võimaliku süsteemse riski seiret.** Eurofondide suhtes kohaldatakse üksikasjalikke varade kõlblikkuse eeskirju ja nad investeerivad seetõttu tavaliselt rohkem likviidsetesse varadesse, kuigi teatavad eurofondid (nt teatud liiki võlakirjafondid) võivad ka investeerida vähemlikviidsetesse varadesse (arenevad turud või suure tulususega võlakirjad). Kuna eurofondide suhtes kohaldatakse minimaalseid tagasivõtmisageduse nõudeid, võib neil olla ka kõrgem likviidsusrisk. Kehtiva õigusraamistiku tõttu võib nende eurofondide puhul esineda andmelünk, sest nad ei ole kohustatud andma riiklikele pädevatele aruandlustele aru samal viisil nagu alternatiivsed investeerimisfondid. Praeguse aruandlusraamistiku ulatus ei ole seega kõikehõlmav (direktiiv 2011/61/EL võrreldes direktiiviga 2009/65/EÜ) ega sisaldada likviidsusriski ühtlustatud näitajaid, mis oleksid otstarbekad ning mida oleks lihtne koostada ja tõlgendada. See on eriti oluline muutuste jälgimiseks makrotasandi usaldatavusjärelvalve vaatenurgast ning eri ettevõtjate ja riikide üksikute näitajate koondamiseks.

<sup>(1)</sup> Luksemburgi finantssektori järelevalvekomisjon (Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF) kehtestas näiteks 2016. aasta alguses eurofondide riskiaruandluse nõude. Eurofondid peavad esitama kaks korda aastas aruande, mis sisaldab andmeid selliste erinevate riskitegurite kohta nagu finantsvõimendus, vastaspoole risk, krediidirisk ja likviidsusrisk. Täpsemat teavet saab veebilehelt <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/>.

**Eurofondide likviidsuse mittevastavuse järelevalve võimaldamiseks peaksid eurofondid olema kohustatud esitama teavet nii varade kui ka kohustuste kohta.** Alternatiivsete investeerimisfondide valitsejad peavad esitama oma alternatiivse investeerimisfondi likviidsusprofiili andmed. See annab kasulikku teavet fondi investeeritud varade likviidsuse hindamise (mille viis läbi fondivalitseja) ja tema investorite struktuuri kohta. Sellest peaks lähtuma ka eurofondide aruandluses ning seda tuleks täiendada andmetega eurofondidele võimaldatavate erinevate likviidsuse juhtimise vahendite kättesaadavuse ja kasutamise kohta. Aruanne võiks sisaldada näiteks ka varasemate tagasivõtmiste mahu andmeid.

**Muude andmete kogumine aitab põhjalikult hinnata nende eurofondide võimalikku osa finantsriski/süsteemse riski tekkimisel.** Eelkõige pakub huvi finantsvõimenduse allikas, et saaks nõuetekohaselt hinnata riske, mis tulenevad näiteks finantsvõimenduse kasutamisest eurofondis. Eurofondid peaksid esitama teavet muu hulgas ka investeerimisstrateegia, kaubeldavate instrumentide, üksikute riskipositsioonide, tururiski profiili, vastaspoole ja krediidiriski profiili ning likviidsusriski profiili kohta. See teave võib näidata sundmüügi ohtu, vastaspoole kontsentratsiooni ja vastastikust seotust kogu finantsüsteemiga. Teavet tuleks esitada ka tuletisinstrumentide positsioonide kategooriate ja tehnikate kohta ning selliste instrumentide nagu repolepingud või väärtpaberilaenu tehingud kohta. Sarnased nõuded sisalduvad direktiivi 2011/61/EL kohastes aruandlusnõuetes, mida võiks täiendada eurofondidele iseloomulike aspektidega, nagu tõhus portfelli haldus. Alternatiivsete investeerimisfondide valitsejad peavad esitama teavet oma riskiprofiili ja fondi varainvesteeringute peamiste kategooriate, sealhulgas vastavate tuletisinstrumentide bruto-, pikkade ja lühikeste positsioonide kohta. Alternatiivsete investeerimisfondide valitsejad on aga kohustatud esitama ka võetud laenude allikate teabe (<sup>1</sup>).

**Eurofondide sektori majanduslikult oluline osa rakendab strateegiaid, milles finantsvõimendus – sh sünteetiline finantsvõimendus – on üksnes kaudselt piiratud.** Väärtpaberite kaudu finantseerimise tehingutel põhineva finantsvõimenduse või tuletisinstrumentidel põhineva sünteetilise finantsvõimenduse kasutamisel võivad eurofondid moodustada riskipositsioonid – arvatud kohustustepõhise meetodi alusel – kuni summani, mis võrdub nende vara kogupuhasväärtusega (vt infokast 1b). Siiski võivad liikmesriigid direktiivi 2009/65/EÜ kohaselt lubada eurofondidel kasutada oma üldriski arvutamiseks kohustustepõhise meetodi asemel ka VaR riskihindamise meetodit või mõnda muud täiustatud riskihindamise meetodit (<sup>2</sup>). Nende investeerimisfondide puhul on finantsvõimenduse kasutamine üksnes kaudselt piiratud investeerimisfondi tururiski suhtes kehtestatud piirangute kaudu (<sup>3</sup>). See tähendab, et *absoluutset* VaR riskihindamise meetodit kasutavad fondid on piiratud absoluutse VaR riskiväärtusega, mis ei ole suurem kui 20 % vara puhasväärtusest. *Suhtelist* VaR riskihindamise meetodit kasutavad investeerimisfondid on seevastu piiratud kuni kahekordse kahjumiriskiga, mis arvutatakse sarnase, kuid finantsvõimendusega portfelli konkreetse VaR riskiväärtuse mudeli alusel. Oluline on see, et need VaR riskihindamise meetodid lubavad potentsiaalselt suuremat finantsvõimendust kui kohustustepõhine meetod, olenevalt alusvara volatiilsusest. ELi 11 liikmesriigis läbiviidud ESRNi küsitlus näitab, et üldriski arvutamiseks VaR riskihindamise meetodeid kohaldavate eurofondide rühm võib moodustada 27–50 % liidu eurofondide sektorist vara puhasväärtuse alusel.

**Eesmärgiks peaks olema järjekindel aruandlus kõikide eurofondide ja alternatiivsete investeerimisfondide finantsvõimenduse kohta ning see peaks toetama nende investeerimisfondide järelevalvet, mille suhtes ei kohaldata ELi investeerimisfondide sektoris finantsvõimenduse piiranguid.** Finantsstabiilsuse nõukogu soovib asutustel koguda investeerimisfondide finantsvõimenduse kohta andmeid, jälgida finantsvõimenduse kasutamist investeerimisfondides, mille suhtes ei kohaldata finantsvõimenduse piiranguid või mis võivad põhjustada finantsüsteemile olulisi finantsvõimendusest tulenevaid riske, ning võtta vajaduse korral meetmeid. Samal ajal on IOSCO-l palutud kindlaks teha ja/või välja töötada investeerimisfondide finantsvõimenduse ühtsed näitajad, et saavutada finantsvõimenduse otstarbekam järelevalve finantsstabiilsuse tagamise nimel, ning aidata tagada, et 2018. aasta lõpuks saaks investeerimisfondide omavahel otseselt võrrelda üleilmsel tasandil (<sup>4</sup>). Seetõttu peaks lõppeesmärgiks olema finantsvõimenduse ühtlustatud aruandlus kooskõlas finantsvõimenduse ühtsete näitajatega, mille IOSCO välja töötab/ kindlaks teeb. Eurofondide aruandlusraamistiku ja alternatiivsete investeerimisfondide direktiivi 2011/61/EL kohase finantsvõimenduse aruandluse ühtlustamisel tuleks seda arvesse võtta ning see peaks hõlbustama finantsvõimendusega investeerimisfondide järelevalvet ELi investeerimisfondide sektoris tervikuna. Komisjon peaks seega välja töötama kogu ELi ning kõiki eurofonde ja alternatiivseid investeerimisfondide hõlmava ühtlustatud raamistiku, võttes arvesse nii rahvusvahelist mõõdet kui ka eesmärgi kujundada ühtne lähenemisviis erinevatele finantsvõimenduse arvutamise meetoditele (tinglik meetod, üldmeetod ja kohustustepõhine meetod). See hõlbustaks ka selliste eurofondide finantsvõimenduse järelevalvet, mille suhtes kohaldatakse kaudseid finantsvõimenduse piiranguid.

(<sup>1</sup>) Vt näiteks delegeeritud määruse (EL) nr 231/2013 IV lisa.

(<sup>2</sup>) Vt näiteks direktiivi 2010/43/EL artikli 41 lõige 3.

(<sup>3</sup>) Vt CESRI (3. tasand) suunised eurofondide riski mõõtmise ning üldriski ja vastaspoole riski arvutamise kohta, 28. juuli 2010.

(<sup>4</sup>) Vt FSB, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, soovitus 10 ja 11, jaanuar 2017.

**Finantsvõimenduse aruandluse esitamiseks kooskõlas direktiivi 2011/61/EL kohase kohustustepõhise meetodiga peaksid eurofondid lisama vastavalt eurofondide direktiivi kohasele kohustustepõhisele meetodile mõõdetud riskipositsioonile oma vara puhasväärtuse.** Praegu on meetodid, mida kasutatakse riskipositsiooni arvutamiseks vastavalt kohustustepõhisele meetodile, direktiivides 2009/65/EÜ ja 2011/61/EL veidi erinevad. Direktiivi 2011/61/EL kohaselt on alternatiivsed investeerimisfondid kohustatud arvutama oma riskipositsiooni kõikide positsioonide absoluutväärtuste summana, kuid eurofondid peavad arvutama üksnes finantsvõimenduse kasutamisest tekkinud täiendavad riskid (vt tabel 3). Kuna eurofondidel ei ole lubatud võtta investeerimise eesmärgil laenuks tagamata raha ning eeskirjad, mis käsitlevad riskipositsiooni arvutamist väärtpaperite kaudu finantseerimise tehingute ja tuletisinstrumentide kaudu, on sarnased direktiivis 2011/61/EL sätestatud eeskirjadega, saab eurofondide kohustustepõhise meetodi viia direktiiviga 2011/61/EL kooskõlla, nõudes eurofondidelt vara puhasväärtuse lisamist oma riskipositsioonile.

**Seoses sellega peaks eurofondide uus riskiaruandlus hõlmama ka stressitestide aruandlust.** See peaks hõlmama standardsete ühemuutujaliste stressitestide tulemuste aruandlust, teabe esitamist fondivalitsejate stressitestide stsenaariumide kohta ning asjaomaseid tulemusi.

Tabel 3

## Investeerimisfondi riskipositsiooni arvutamine kohustustepõhise meetodi kohaselt

	Alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate direktiiv	Eurofondide direktiiv	
		Praegune arvutusmeetod	Soovitavad muudatused
<b>Riskipositsiooni määratlus</b>	Kõigi positsioonide absoluutväärtuste summa	Tuletisinstrumentidest tulevad täiendavad riskid ja finantsvõimendus	Lisada vara puhasväärtused
<b>Finantsvõimendus</b>	<b>Laenuvõtmise taaskasutamine</b>		
	Realiseeritud investeeringu turuväärtus või laenatud sularaha kogusumma (olenevalt sellest, kumb on suurem)	Tagamata sularahalaenu ei ole investeerimise eesmärgil lubatud	–
	<b>Väärtpaperite kaudu finantseerimise tehingud</b>		
	Saadud tagatise (sh sularaha) turuväärtus reinvesteeringul	Saadud tagatise (sh sularaha) turuväärtus reinvesteeringul	–
<b>Sünteesiline netofinantsvõimendus</b>	<b>Tuletisinstrumentid</b>		
	Alusvara võrdväarse positsiooni turuväärtuse summa pärast tasaarveldust ja riskide maandamist	Alusvara võrdväarse positsiooni turuväärtuse summa pärast tasaarveldust ja riskide maandamist	–

## Soovitus D2 – eurofondide ja nende fondivalitsejate aruandluskohustuste sagedus ja kaetus

**Kõiki eurofonde ja nende fondivalitsejaid arvesse võttes sobiv ja – finantsstabiilsuse vaatenurgast – oluline rühm peaks esitama soovitusel D1 nimetatud andmed kord kvartalis.** Investeeringufondide portfelli koosseisus, portfelli likviidsuses ja finantsvõimenduse kasutamises (eelkõige tuletisinstrumentide kasutamisel) võivad toimuda suured lühiajalised muutused. Seetõttu on vähemalt kord kvartalis esitatav aruandlus vajalik, et tagada piisav järelevalve ja reageerida vajaduse korral muutustele, mis võivad tekitada finantsstabiilsust ohustavaid riske. Eurofondide ja nende fondivalitsejate investeerimisstrateegiate ja suuruse erinevuse tõttu annavad üksikud investeerimisfondid või nende rühmad süsteemse riski tekkimisse tõenäoliselt erineva panuse. Finantsstabiilsuse vaatenurgast oleks kord kvartalis esitatav aruandlus eurofondide ja nende fondivalitsejate sobiva rühma poolt järelevalve tagamiseks piisav ning piiraks samal ajal selle sektori üldist aruandluskoormust.

**Kord kvartalis aruande esitavate eurofondide rühm peaks sisaldama vähemalt neid eurofonde, kes kasutavad oma üldriski mõõtmiseks VaR riskihindamismeetodit.** Tehes tehinguid tuletisinstrumentidega, on nende eurofondide investeerimisstrateegia üldjuhul keerukam ja nad võivad kasutada suurt finantsvõimendust. Kõnealuse eurofondide rühma kõrval peaks komisjon arvesse võtma ka selliseid näitajaid nagu valitsetavate varade väärtus ning vahest ka investeerimisstrateegia ja likviidsusprofiil, nii et kord kvartalis esitaks aruande oluline osa kõikidest eurofondidest ja nende fondivalitsejatest.

**Muutuste ja finantsstabiilsust ohustavate riskide võimaliku tekkimise tõhus järelevalve eurofondide sektoris üldisemalt eeldaks, et eurofondide ja nende fondivalitsejate sobiv rühm esitaks piisava hulga andmeid vähemalt kord aastas.** Iga-aastase aruandluse kehtestamine piisavale osale eurofondide sektorist võimaldaks koos alternatiivsete investeerimisfondide kohta kättesaadavate andmetega teha kogu ELi investeerimisfondide sektoris järelevalvet üldiste muutuste üle. Tuleb märkida, et selline iga-aastane aruandlus oleks kooskõlas direktiivis 2011/61/EL sätestatud minimaalse aruandluskohustusega. See annaks võimaluse teha vähemalt kord aastas nii eurofondide kui ka alternatiivsete investeerimisfondide puhul järelevalvet finantsstabiilsust ohustavate riskide üle, mida seostatakse investeerimisfondide sektoriga. Samuti võimaldaks see sisuliselt võrrelda aja jooksul toimunud muutusi eurofondides ja alternatiivsete investeerimisfondides ning kindlaks teha võimalikud struktuursed muutused, mis võivad anda panuse süsteemse riski tekkimisse.

**Otsuse tegemisel selle kohta, milliste üksuste suhtes tuleks kohaldada iga-aastase aruandluse nõuet, on komisjonil soovitatav kaaluda eurofondide ja nende fondivalitsejate valitsetavate varade koguväärtust.** Valitsetavate varade väärtuse kasutamine aruandlusnõuete kindlaksmääramisel on kooskõlas seniste tavade ja alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate aruandlusnõuete otsustamisega. Komisjon võib otsuse tegemisel, milliste üksuste suhtes tuleks kohaldada iga-aastase aruandluse nõuet, kaaluda ka muid näitajaid, nagu finantsvõimenduse kasutamine eurofondis, üldriski arvutamiseks kasutatav meetod ja eurofondi investeerimisstrateegia.

**Direktiivi 2011/61/EL kohaselt võib alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate aruandluse sagedust kasutada võrdlusalusena eurofondide ja nende fondivalitsejate aruandluse sageduse kindlaksmääramisel, lähtudes kolmest aruandluskategooriast (kvartaalne aruandlus, aastane aruandlus ja aruandluse puudumine).** ELi alternatiivseid investeerimisfondide valitsejate, tegevusluba omavate fondivalitsejate aruandluse praeguse sageduse<sup>(1)</sup> (see on kooskõlas nende eurofondide ja fondivalitsejate aruandluse sagedusega, kellel peab olema tegevusluba ja kes asuvad ELis) võib kokku võtta järgmiselt:

- alternatiivsete investeerimisfondide valitsejad, kelle fondide valitsetavate varade koguväärtus on alla 100 miljoni euro, võivad vabatahtlikult otsustada taotleja tegevusluba ning esitada kord aastas teavet nii fondivalitseja kui ka fondi tasandil;
- kui alternatiivse investeerimisfondi valitseja valitsetavate varade koguväärtus ületab 100 miljoni euro künnise, kuid jääb alla 1 miljardi euro, on fondivalitseja kohustatud esitama nii fondivalitseja kui ka fondi tasandil aruande kaks korda aastas, välja arvatud nende fondide puhul, mille valitsetavate varade väärtus on üle 500 miljoni euro;
- kui alternatiivse investeerimisfondi valitseja valitsetavate varade koguväärtus ületab 1 miljardi euro künnise, on fondivalitseja kohustatud esitama nii fondivalitseja kui ka fondi tasandil aruande kord kvartalis.

<sup>(1)</sup> „Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3)(d) and 24(1), (2) and (4) of the AIFMD“ (ESMA/2014/869EN). Tuleb märkida, et see kokkuvõtte ei sisalda nende alternatiivsete investeerimisfondide aruandluse sagedust, kes investeerivad börsil noteerimata ettevõtetele ja emitentidesse kontrollitava osaluse omandamiseks – eurofondid ei saa sellist investeerimisstrateegiat järgida.

**Komisjon võib teha ESMA ja riiklike pädevate asutustega koostööd, et kindlaks teha mõistlik lähenemisviis asjaomastesse aruandlus kategooriatesse kuuluvate eurofondide ja nende fondivalitsejate rühmade kindlaksmääramiseks.** Koostöö ESMA ja riiklike pädevate asutustega annab võimaluse kasutada eurofondide ja nende fondivalitsejate aruandlusraamistiku väljatöötamisel direktiivi 2011/61/EL kohase aruandluse käigus saadud kogemusi. Samuti tuleks märkida, et komisjon võib seda tehes kaaluda – koostöös ESMA ja riiklike pädevate asutustega – peale finantsstabiilsust ohustavate riskide järelevalve ka teisi eesmärgi (nt investorite kaitse), mis nõuavad sagedasemat aruandlust. Eurofondide ja nende fondivalitsejate aruandluse kehtestamise järel tuleks see pärast mõningast rakendamist läbi vaadata, et hinnata aruandluse ulatuse ja sageduse sobivust.

**Komisjon peaks püüdma saavutada õige tasakaalu suuremast riskisest saadava kasu maksimeerimise ja uute aruandlusnõuete kulude minimeerimise vahel.** Pikemas plaanis saavad eurofondide aruandlusraamistikust, mis on sarnane direktiivi 2011/61/EL kohaselt juba toimiva aruandlusraamistiku tehniliste aruandlussüsteemide ja korraldusega, tõenäoliselt kasu kõik riigid. Lühiajaliselt tekitab üleminek eurofondide ja nende fondivalitsejate uuele aruandlusele aga kulusid nii investeerimisfondide sektorile kui ka järelevalveasutustele. Eri pädevate asutuste lühiajalised kulud on tõenäoliselt erinevad ja suurimat kulu peavad potentsiaalselt kandma riigid, kus aruandluskohustused puuduvad. Sektori raames on uue ühtse eurofondide aruandlusraamistiku kulud eurofondide valitsejate lõikes ilmselt väga erinevad. Näiteks tekivad fondivalitsejatel, kes valitsevad eurofonde mitmes riigis, alguses mõned täiendavad aruandluskulud, kuid kokkuvõttes aruandluse üldine tõhusus suureneb ja kulud vähenevad võrreldes praeguse olukorraga, kus nad peavad järgima erinevaid aruandluskordasid ja eri riikide nõudeid. Samamoodi tekivad nii eurofonde kui ka alternatiivseid investeerimisfondide valitsevatel fondivalitsejatel üksnes väikesed ühekordsed kulud, sest nad saavad eurofondide kohta aru andes kasutada alternatiivsete investeerimisfondide puhul olemasolevaid aruandlussüsteeme ja korraldust. Uue eurofondide aruandluskorra kehtestamisel tekivad tõenäoliselt suurimad lühiajalised kulud ainult ühes riigis eurofonde valitsevatel väikestel fondivalitsejatel, kuna tõhususe kasv on nende puhul parimal juhul väike võrreldes praeguse aruandlusolukorraga. Uue riskiaruandlusega kaasnevad täiendavad haldus- ja nõuete täitmise kulud, mis tulenevad aruandlussüsteemi sisseadmisest, ning aruannete koostamisega seotud perioodilised kulud. Need täiendavad kulud võivad omakorda viia mastaabisäästuni ja mõjutada sektori struktuuri.

### Soovitus D3 – ühtlustatud aruandlus ja teabe jagamine

**Riiklikud pädevad asutused peaksid olema kohustatud jagama eurofondide ja nende fondivalitsejate aruandluse teavet teiste ELi asutuse, ESMA ja ESRNiga.** Teabe kohustuslik jagamine aitab ühiselt analüüsida eurofondide potentsiaalset osa süsteemse riski tekkimisel ja toetab ühist reageerimist. Lisaks sellele võivad üks või mitu eurofondi muutuda mingil hetkel oluliseks vastaspoole riski allikaks ühe või mitme liikmesriigi krediidiasutustele või muudele süsteemselt olulistele asutustele. See rõhutab veelgi teiste asutustega aruandlusteabe jagamist käsitleva asjakohase raamistiku tähtsust.

**Komisjonil on soovitatav kasutada uues eurofondide aruandlusraamistikus direktiivi 2011/61/EL kohaseid teabe jagamise sätteid ja tavadid<sup>(1)</sup>.** Vastavalt direktiivile 2011/61/EL on riiklikud pädevad asutused kohustatud jagama alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate ja alternatiivsete investeerimisfondide kohta kogutud teavet teiste asutuste, ESMA ja ESRNiga. ESMA ja ESRNi vaheline teabevahetus seoses direktiivi 2011/61/EL kohaselt kogutud andmetega põhineb omakorda vastastikuse mõistmise memorandumil. Pärilolulitmesriigi pädevad asutused võivad ka nõuda väljaspool aruandlusraamistikku perioodilist või sihipärast lisateavet, kui seda peetakse süsteemse riski tõhusa järelevalve teostamiseks vajalikuks. Ühtlustatud teabevahetust toetab täiendavalt direktiivi 2011/61/EL kohaselt ESMA koostatav rakenduslik tehniline standard, milles täpsustatakse menetlused teabe vahetamiseks riiklike pädevate asutuste endi ning riiklike pädevate asutuste ja ESMA vahel.

#### II.4.2. Soovimatu mõju

**Uus eurofondide aruandlusraamistik tekitab kulusid, mis tulenevad andmete kogumisest ja protsesside jagamisest, mille fondivalitsejad ja riiklikud pädevad asutused peavad sisse seadma.** Kõik meetmed eurofondide ja nende fondivalitsejate aruandluse suurendamiseks peaksid seetõttu nõuetekohaselt arvesse võtma proportsionaalsuse põhimõtet ja püüdma vähendada seonduvaid kulusid. Eurofondide suurem aruandlus võib panna ebavajaliku koormuse eelkõige väiksematele turuosalistele. Seepärast tuleks aruandlusnõuete kehtestamisel seoses eurofondide aruandlusraamistikuga võtta arvesse iga investeerimisfondi potentsiaalset osa süsteemse riski tekkimisel. Eurofondide aruandlusraamistiku puhul tuleks kaaluda muid viise seonduvate kulude vähendamiseks ja arvesse võtta olemasolevaid aruandlusraamistikke, millega seoses on asjaomane sektor ja pädevad asutused juba välja töötanud tehnilised standardid. Kuna paljudel eurofondi

<sup>(1)</sup> Vt näiteks direktiivi 2011/61/EL artiklid 50, 52 ja 54.

valitsejatel on ka alternatiivse investeerimisfondi valitseja tegevusluba ja mõned aruandlusvaldkonnad on eurofondide ja alternatiivsete investeerimisfondide puhul tõenäoliselt sarnased, oleks otstarbekas kujundada eurofondide aruandlusraamistiku vorming direktiivi 2011/61/EL kohase olemasoleva aruandlusraamistiku põhjal. Eurofondide aruandlusraamistiku kehtestamisel tuleks võimaluse korral arvesse võtta ka aruandlust, mida need investeerimisfondid peavad juba esitama. Eelkõige sisaldavad EKP poolt investeerimisfondide bilansi kohta kogutavad andmed juba üksikasjalikku teavet investeerimisfondi varade ja kohustuste kohta (vt Euroopa Keskpanga määrus (EL) nr 1073/2013)<sup>(1)</sup>. Ometi ei ole need andmed kättesaadavad kogu ELis ja üldjuhul ei ole need piisavalt üksikasjalikud, et anda kasulikku teavet investeerimisfondidega seotud likviidsusrisi ja finantsvõimenduse kohta.

## II.5. Soovitus E – suunised direktiivi 2011/61/EL artikli 25 kohta

### II.5.1. Majanduslikud kaalutlused ja kavandatud mõju

#### Soovitus E1 – finantsvõimendusega seotud süsteemse riski hindamine

**Fondivalitsejad on kohustatud esitama riiklikele pädevate asutustele iga valitsetava alternatiivse investeerimisfondi kohta üksikasjalikke andmeid.** Andmed, mis võivad koosneda kuni 301 kirjest, sisaldavad üksikasjalikku teavet investeerimisfondi finantsvõimenduse, suuruse, investeerimisstrateegiate, peamiste riskipositsioonide, geograafilise rõhuasetuse, investorite omanike ja kontsentratsiooni, kaubeldavate instrumentide, tururiski, vastaspoole riski profiili, likviidsusprofiili (sh tagasivõtmiste profiil) ning operatsiooniriski ja muude riskide kohta. Tuleb märkida, et alternatiivseid investeerimisfondide, mille kohustustepõhise meetodi kohaselt arvatud finantsvõimenduse määr on üle kolme korra suurem nende vara puhaskäitusest, peetakse olulisel määral finantsvõimendust kasutavateks fondideks. Selliste investeerimisfondide valitsejad peavad esitama aruandes lisaks muule teabele laenuks võetud raha või väärtpaberite viis suurimat allikat.

**Riiklikele pädevatele asutustele kättesaadavad üksikasjalikud andmed toetavad finantsvõimendusega seotud süsteemse riski hindamist, andes siiski piisava võimaluse erinevate riiklike lähenemisviiside kasutamiseks.** Näiteks hõlmavad esitatavad andmed kaht finantsvõimenduse näitajat – bruto näitaja ja ka neto näitaja, mis vastab tasaarvestuseks või riskimaandamiseks kasutatud finantsvõimendusega riskipositsioonidele – ning ametiasutustel võivad olla nende näitajate kasutamise ja tõlgendamise kohta erinevad seisukohad. Lisaks sellele võimaldab ulatuslik aruandlus liikmesriikidel lahendada erinevalt küsimuse, kas hinnangusse on vaja peale finantsvõimenduse kasutamise lisada täiendavaid andmekirjeid. Erinevusi võib olla ka seoses vajadusega hinnata alternatiivsetes investeerimisfondides kasutatava finantsvõimenduse osa süsteemse riski tekkimisel.

**Alternatiivsete investeerimisfondide sektori rahvusvahelise tõttu on vaja kooskõlastatumat lähenemisviisi finantsvõimendusega seotud süsteemse riski hindamisele ja võimalikele leevendusmeetmetele.** Alternatiivsed investeerimisfondid investeerivad tavaliselt piiriülel ja neil on sidemed eri riikide finantsasutustega, nii et investeerimisfondi finantsvõimenduse vähendamise või tema maksejõuetuse potentsiaalne majanduslik mõju ei piirdu fondi asukohariigiga. Samuti on fondivalitsejatel suhteliselt lihtne paikneda ise ümber ja/või viia oma investeerimisfondid üle teise riiki ning see rõhutab veelgi kooskõlastatuma lähenemisviisi tähtsust hindamiste ja võimalike leevendusmeetme vallas.

**Selleks et riiklikud pädevad asutused rakendaksid ühtset lähenemisviisi hindamisel, kas finantsvõimendusega seotud meetmete kehtestamise tingimused on täidetud, peaks ESMA esimese sammuna andma suuniseid ühiste näitajate kohta.** Need suunised soodustaksid riiklikele pädevatele asutustele direktiivi 2011/61/EL kohaselt kättesaadava laiaulatusliku teabe tõhusat kasutamist ja julgustaksid riiklike pädevaid asutusi hindama, mil määral tekitab finantsvõimenduse kasutamine alternatiivsete investeerimisfondide sektoris süsteemset riski. Direktiivi 2011/61/EL artikli 25 kohaste poliitikameetmete, sealhulgas makrotasandi usaldatavusjärelevalve finantsvõimenduse piirangute või alternatiivsete investeerimisfondide valitsemisele kehtestatud muude piirangute rakendamine eeldab raamistikku, mille alusel saab hinnata, kas investeerimisfondi tasandil lõpuks rakendatavad meetmed piiravad tõhusalt finantsvõimenduse osa süsteemsete riskide tekkimisel alternatiivsete investeerimisfondide sektoris.

**Näitajate ühtlustatud kasutamise toetamiseks on ESMA-l soovitatav anda suuniseid näitajate tõlgendamise kohta.** ESMA koostab praegu ELi tasandi andmekogu, mis peaks sisaldama kõiki riiklikele pädevatele asutustele direktiivi 2011/61/EL kohaselt riiklikul tasandil esitatavaid aruandlusandmeid. Pärast valmimist peaks see andmekogu võimaldama ESMA-l välja töötada hindamisraamistikku kuuluvate näitajate tõlgendamise kvantitatiivsed käsitusviisid, näiteks uurides üksikute näitajate kokkuvõtlikku põhistatistikat, nagu keskmised, mediaan-, miinimum- ja maksimumväärtused ning väärtuste jaotus.

<sup>(1)</sup> Euroopa Keskpanga määrus (EL) nr 1073/2013, 18. oktoober 2013, investeerimisfondide varade ja kohustuste statistika kohta (EKP/2013/38) (ELT L 297, 7.11.2013, lk 73).



**Hindamisraamistik peaks sisaldama näitajaid, mis väljendavad finantsvõimenduse taset, allikat ja erinevaid kasutusviise.** Laenuvõtmisel või väärtpaperite kaudu finantseerimise tehingutel põhinev finantsvõimendus suurendab investeerimisfondi rahastamise likviidsusriski, sest laenuandmise kulud või võimendustagatise nõuded võivad suurened. Sünteetilise finantsvõimenduse kasutamine suurendab omakorda fondi tundlikkust tuletisinstrumentide turu šokkide suhtes ja ohtu, et väikeste hinnalanguste põhjustatud lisatagatise nõuded võivad sundida fondi korraldama varade kiirmüügi.

**Raamistik peaks võimaluse korral hõlmama kanaleid, mille kaudu süsteemne risk võib realiseeruda, nagu on järgnevalt selgitatud.**

- a) **Üksikute fondide ja terve alternatiivsete investeerimisfondide sektori potentsiaalne panus kiirmüügi ohu tekkimisse.** Kiirmüügi ohu üks aspekt on investeerimisfondi tagasivõtmiste profiil. Lühiajaliste (eriti päevaste) tagasivõetavate nõuete ja lühikeste etteteatamisaegade pakkumisega muutuvad investeerimisfondid vastuvõtlikuks investori väljavoolu suhtes, mis võib esile kutsuda kiirmüügi. Investeerimisfondi tagasivõtmiste profiili teine tegur on tema investoribaas, mille puhul suurem kontsentratsioon investoriliikide kaupa – eriti kombineerituna tagasivõtmiste suurema sagedusega – kergitab kiirmüügi ohtu, kuna kiirmüügi võib käivitada juba see, kui aktsiate tagasivõtmise kasuks otsustab ainult üks või mõni üksik investor. Kiirmüügi ohu teine aspekt on investeerimisfondi likviidsusprofiil. Investeerimisfondi likviidsus on keskse tähtsusega selle tagamisel, et fond oleks võimeline rahuldama tagasivõtmistaotlusi ja/või lisatagatise nõudeid ilma varade kiirmüügi vajaduseta. Portfelliiosade likvideerimise suutlikkus sõltub suurel määral investeerimisfondi portfelli omadustest. Näiteks vastaspoole krediidiriski positsioonide või ühe instrumendi suur kontsentratsioon suurendab võimalust, et investeerimisfondil on vaja vastaspoole maksejõuetuse korral korraldada varade kiirmüük. See mõju võib veelgi võimendada keerukate portfelli korral (st kui börsivälised instrumendid moodustavad suure osa kaubeldavatest instrumentidest või kui tagatise taaskasutatakse korduvalt).
- b) **Investeerimisfondide ja terve alternatiivsete investeerimisfondide sektori otsene omavaheline seotus finantsasutustega.** Finantsvõimenduse kasutamine võib suurendada ohtu, et investeerimisfondi finantstingimused halvenevad, mis võib seejärel edasi kanduda investeerimisfondi vastaspooltele ja üldiselt finantsüsteemi (nn vastaspoole kanal). Vastaspooled võivad olla muu hulgas pangad või maaklerid, kellel on otsesed kauplemissuhted finantsvõimendust kasutava investeerimisfondiga või kes rahastavad sellist fondi. Samuti võib finantsvõimendusega investeerimisfond oma seotuse kaudu investoritega ning teistele finantsvahendajatele ja ettevõtjatele antava rahastamise kaudu levitada riske ülemaailmsesse finantsüsteemi (nn omavahelise seotuse kanal). Finantsasutustega olemasoleva otsese omavahelise seotuse hindamise üks viis on mõõta vastaspoole riskipositsioonide kontsentratsiooni investeerimisfondis. Investeerimisfondid võivad olla finantsasutustega otseselt seotud ka oma investoribaasi ja portfelli kuuluvate investeringute kaudu.
- c) **Üksikute investeerimisfondide ja terve alternatiivsete investeerimisfondide sektori otsene või kaudne osalemine laenuvahenduses.** Finantsvõimendusega investeerimisfondid võivad anda panuse ülemäärasesse laenuvahendusse ja suurendada ohtu, et krediidsükli pöördumisel tekivad laenuvahenduse protsessi katkestused. Finantsvõimenduse kasutamine võimaldab investeerimisfondidel anda vahetult rohkem laenu reaalmajandusele või soodustada pankadepoolset suuremat laenuvahendust. Viimasega seoses võivad investeerimisfondid pakkuda pangandussektorile otsest rahastamist, investeerida struktureeritud krediitootetesse ja võtta tuletisinstrumentide kaudu krediidiriski. Süsteemsed riskid võivad tekkida finantsasutustele likviidsuse ja lühiajalise rahastamise pakkumise järsu katkemise, kredidivahenduse jaoks oluliste finantsinstrumentide turulikviidsuse ootamatu vähenemise või riskide ebapiisava eraldamise tõttu <sup>(1)</sup>.

**ESMA peaks andma suuniseid toimiva hindamisraamistiku kohta.** Kuigi süsteemse riski potentsiaalseid kanaleid võib teoreetiliselt üldjoontes liigitada, on need läbipõimunud ja praktikas tõenäoliselt tugevdavad üksteist vastastikku. Samuti võivad nende kanalite kaudu toimivad süsteemse riski alusmehhanismid olla keerulised ja muutuda. Selle tulemusena ei ole investeerimisfondide osa süsteemsete riskide tekkimisel üksikute näitajate põhjal lihtne hinnata ning seetõttu tuleb leida kompromiss lihtsa ja toimiva raamistiku ning keerukama ja raskemini rakendava raamistiku vahel. Põhimõtteliselt peaksid näitajad kuuluma raamistikku üksnes siis, kui need oluliselt lihtsustavad selle panuse hindamist, mida investeerimisfondid ja terve alternatiivsete investeerimisfondide sektor annavad finantsvõimendusega seotud süsteemsete riskide tekkimisel.

<sup>(1)</sup> Bengtsson, E., „Investment funds, shadow banking and systemic risk“, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, kd 24(1), lk 60–73.

Lisaks sellele peaksid ESMA hindamisraamistiku suunised olema riiklikele pädevatele asutustele piisav alus, millele tuginedes selgitada oma otsust võtta makrotasandi usaldatavusjärelevalve poliitikameetmeid. Kui alternatiivse investeerimisfondi valitseja päritoluliikmesriigi riiklik pädev asutus võtab makrotasandi usaldatavusjärelevalve meetmeid, et piirata kasutatava finantsvõimenduse osa süsteemse riski või turuhäirete riskide tekkimisel finantsstabiilsuse, peaks ta teatama ESMA-le, ESRNile ja alternatiivse investeerimisfondi riiklikule pädevale asutusele nende meetmete võtmise põhjused<sup>(1)</sup>. ESMA peaks seejärel andma asjaomase meetme kohta nõu ja käsitlema ka seda, kas tingimused poliitikameetme võtmiseks on täidetud<sup>(2)</sup>. Üksikasjalik hindamisraamistik, mida riiklikud pädevad asutused saavad järgida, suurendab tõenäosust, et riiklik pädev asutus ja ESMA on meetme võtmise vajaduses ühel arvamusel.

**Tabelis 4 esitatakse soovitatava hindamisraamistiku võimalikud ühised näitajad.** Näitajad tulenevad analüüsist, mille tegid EKP ning Madalmaade keskpang (DNB),<sup>(3)</sup> Austria keskpang (OeNB)<sup>(4)</sup> ja Ühendkuningriigi finantsjärelevalveasutus (FCA)<sup>(5)</sup>. Need hõlbustavad finantsvõimenduse taseme, allika ja erinevate kasutusviiside hindamist ning nende eesmärk on kajastada võimaluse korral kanaleid, mille kaudu süsteemne risk võib realiseeruda. Kõik näitajad saab koostada riiklikele pädevatele asutustele direktiivi 2011/61/EL artikli 24 kohaselt esitatava teabe põhjal.

Tabel 4

**Investeerimisfondide tekitatavate finantsstabiilsust ohustavate riskide hindamise raamistiku näitajad**

		NÄITAJA		KIRJELDUS	AIFMD andmevormi andmeväli
		#	NIMI		
1. TURUMÕJU RISK	Suurus	1.1	Neto riskipositsioon	Vara puhasväärtus (NAV) * kohustustepõhise meetodi kohane finantsvõimendus	53, 295
		1.2	Vara puhasväärtus	NAV	53
2. KIIRMÜÜGI RISK	Finantsvõimendus	2.1	Netofinantsvõimendus	Kohustustepõhise meetodi kohane finantsvõimendus	295
		2.2	Brutofinantsvõimenduse ja netofinantsvõimenduse suhtarv	Brutofinantsvõimendus / kohustustepõhine finantsvõimendus, tasaarvestuse ja riskide maandamise kasutamise näitajana	294, 295
	Tagasivõtmiste profiil	2.3	Tagasivõtmiste kestus	Minimaalne aeg (päevades), kui kaua investorid peavad ootama enne investeringute tagasivõtmist	194, 195, 196

<sup>(1)</sup> Vt näiteks direktiivi 2011/61/EL artikkel 25.

<sup>(2)</sup> Vt näiteks direktiivi 2011/61/EL artikli 25 lõige 6.

<sup>(3)</sup> Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. ja de Sousa van Stralen, R., „Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands“, EKP ja Madalmaade keskpanga ühine üldtoimetis, 2017.

<sup>(4)</sup> Lehecka, G. ja Ubl, E., „Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer“, Austria keskpanga finantsstabiilsuse aruanne nr 30, detsember 2015.

<sup>(5)</sup> Ühendkuningriigi finantsjärelevalveasutus, „Hedge Fund Survey“, juuni 2015.

		NÄITAJA		KIRJELDUS	AIFMD andmevormi andmeväli
		#	NIMI		
	<b>Likviidsuse mittevastavus</b>	2.4	Tagasivõtmiste kestus miinus portfelli tajutav likviidsus päevades	Minimaalne aeg (päevades), kui kaua investorid peavad ootama enne investeringute tagasivõtmist miinus varahalduri esitatud portfelli likviidsus	194, 195, 196, 178-184
		2.5	Vara puhasväärtuse ja väga likviidsete varade suhtarv	Väga likviidsed varad hõlmavad raha ja raha ekvivalente (hoiused, kommertsväärtpaberid jmt), börsil noteeritud aktsiaid, finantsasutuste emiteeritud investeerimisjärgu väärtpabereid, ELi riikide ja ELi-väliste G10 riikide võlakirju ning investeerimisfondi osakuid	53, 123
		2.6	Mittelikviidsete varade osakaal (% NAVist)	Mittelikviidsete varade hulka kuuluvad materiaalne vara, börsil noteerimata aktsiad, ettevõtete mitteinvesteerimisjärgu võlakirjad ja vahetusvõlakirjad ning laenud	53, 123
	<b>Investorite ja vastaspoole kontsentratsioon</b>	2.7	Investorite kontsentratsioon	Viie suurima investori omanduses oleva vara puhasväärtuse osakaal	118
		2.8	Vastaspoole kontsentratsioon	Viie suurima vastaspoole krediidi-riski netopositsioon kokku (% NAVist)	165
	3. FINANTS-ASUTUSTELE MÕJU OTSESE ÜLEKANDUMISE RISK	<b>Investeeringute kaudu</b>	3.1	Investeeringud finantsasutustes	Finantsasutuste emiteeritud börsil noteeritud aktsiatesse ja võlakirjadesse investeeritud pika positsiooni väärtus (% NAVist)
3.2			Investeeringud struktureeritud ja väärtpaberistatud toodetesse (% NAVist)	ABSides, RMBSides; CMBSides, AMBSides, ABCPdes, CDOdes, CLOdes, struktureeritud sertifikaatides, ETPdes jmt hoitavate pikkade positsioonide summa (% NAVist)	53, 123

		NÄITAJA		KIRJELDUS	AIFMD andmevormi andmeväli
		#	NIMI		
<b>Investoribaasi kaudu</b>	3.3	Investoribaasis olevad pangad (% NAVist)	Otseühendus finantsasutuste kui investoritega	209	
	3.4	Investoribaasis olevad kindlus- tusandjad (% NAVist)			
	3.5	Investoribaasis olevad pensioni- fondid (% NAVist)			
	3.6	Investoribaasis olevad investeeri- misfondid (% NAVist)			
	3.7	Investoribaasis olevad muud finantsasutused (% NAVist)			
<b>4. OTSESE LAENUVAHENDUSE HÄIRETE RISK</b>	4.1	Investeeringud ettevõtete võla- kirjadesse (% NAVist)	Ettevõtete võlakirjade, vahetusvõ- lakirjade (mida ei ole emiteerinud finantsasutused) pikkade posit- sioonide väärtuste summa (inves- teerimisjärgu ja mitteinvesteeri- misjärgu võlakirjad; % NAVist)	53, 123	
	4.2	Investeeringud ettevõtete laenu- desse (% NAVist)	Finantsvõimendusega laenud ja muud laenud (% NAVist)	53, 123	

## Soovitus E2 – makrotasandi usaldatavusjärelevalve finantsvõimenduse piirangud

ESMA saab aidata riiklikel pädevatel asutustel finantsvõimenduse piiranguid rakendada, andes välja suunised piirangute variantide, sealhulgas nende tõhususe ja tulemuslikkuse hindamise kohta. Direktiivis 2011/61/EL lubatakse finantsvõimendust piirata, kui see „tekitab süsteemset riski“, kuid ei anta juhiseid piirangute kavandamise kohta. Riiklikud pädevad asutused saaksid ESMA finantsvõimenduse piirangute kavandamise suunistest kasu. ESMA võib nende suuniste koostamisel tugineda Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu soovitusel ESRN/2013/1<sup>(1)</sup>. ESRN soovitab asutustel kavandada makrotasandi usaldatavusjärelevalve instrumentid, mis on nende poliitikaeesmärkide täitmisel tulemuslikud ja tõhusad.

**Alternatiivsete investeerimisfondide finantsvõimenduse piiranguid võib pidada tulemuslikuks, kui need vähendavad i) kiirmüügi, ii) finantssektori vastaspooltele mõju ülekandumise ja iii) kredidivahenduse katkemise ohtu.** Finantsvõimenduse piirangud toetavad neid turuhäireid ohjeldades finantsstabiilsust. Mis puudutab ESRNi vaheeesmärke, siis finantsvõimenduse piirangud ohjeldavad „ülemäärast finantsvõimendust“<sup>(2)</sup>. Süsteemiülene finantsvõimendus on ülemäärane, kui riike ohustavad selle tulemusena kulukad finantskriisid.

**Selleks et finantsvõimenduse piirangud oleksid tõhusad, peaks instrument olema lihtne ja soovimatud tagajärjed peaksid olema kontrolli all.** Pädevad asutused peaksid valima piirangud, mida on lihtne kalibreerida ja rakendada – see suurendab läbipaistvust ja väldib turuosaliste tegevusetust. Lisaks sellele peaksid soovimatud tagajärjed olema kontrolli all ning finantsvõimenduse piirangud peaksid olema turuosaliste arbitraazi suhtes vastupidavad. Samuti peaksid finantsvõimenduse piirangud olema proportsionaalsed investeerimisfondides kasutatud finantsvõimenduse tekitatava süsteemse riskiga, et tagada sektori jätkuv suutlikkus osutada majandusele väärtuslikke teenuseid. Näiteks peaksid investeerimisfondid olema endiselt suutelised rakendama mitmekesiseid ja aktiivseid strateegiaid, mis võivad turupingete ilmlemisel šokki leevendada. Hinnates finantsvõimenduse piirangute vajadust ja neid piirangute liike, mis võivad olla proportsionaalsed süsteemsete riskidega, peaksid asutused tegema riskianalüüsi, kasutades direktiivi 2011/61/EL kohaselt kogutavaid andmeid ja ühtse riskihindamise raamistikku (mille väljatöötamist ESMA poolt mainiti soovitusel E1) näitajaid.

**Tabelis 5 esitatakse ESMA jaoks finantsvõimenduse piirangute erinevate variantide tulemuslikkuse ja tõhususe hindamisraamistikku näide.** Tabelis hinnatakse näitena konstantsete finantsvõimenduse piirangute kolme varianti ja kaalutakse tsüklilisi piiranguid. See ei hõlma kõiki võimalikke variante ja allpool esitatud hinnangut tuleks pidada näiteks selle kohta, kuidas raamistikku võiks erinevate variantide hindamiseks kasutada.

**Üht üldist piirangut võib olla lihtne rakendada, kuid sellel võivad olla suured soovimatud tagajärjed.** Selline piirang võib tulemuslikult piirata finantsvõimendusest tulenevaid süsteemseid riske, kui see on kohustuslik suurele osale investeerimisfondide sektorist. Kirjeldatud lähenemisviis võib aga tuua soovimatu tagajärjena kaasa mõnede ärimudelite elujõuetuse, millel võib olla suur negatiivne mõju erinevate toodete likviidsusele üleilmsel finantsurul. Lisaks sellele võib üks üldine piirang vähendada märkimisväärselt sektori suutlikkust leevendada turušokke, sest pärsib fondivalitsejate aktiivset investeerimistegevust ja tugevsemist vastupidiselt turusuundumustele. Kuna sellised finantsvõimenduse piirangud võivad oluliselt piirata investeerimisfondide sektori tegevust, on olemas oht, et see tegevus nihkub teistesse, vähem reguleeritud finantssektori segmentidesse.

**Lühikeses kuni keskpikas plaanis võivad riiklike pädevate asutuste jaoks olla kasulikud investeerimisfondi liigil ja/või profiilil põhinevad finantsvõimenduse piirangud.** Investeerimisfondi liigil ja/või profiilil põhinevate erinevate finantsvõimenduse piirangute kasutamine võimaldaks pädevatel asutustel tõhusalt tegeleda nende investeerimisfondidega, mille osa süsteemse riski tekkimises on suurim, ning vähendada seeläbi sektori struktuurilist haavatavust. Erinevate piirangute kujundamiseks vastavalt investeerimisfondi profiilile võib kaaluda mitut varianti. Näiteks võivad pädevad asutused, kelle eesmärk on kõrvaldada kiirmüügi oht, kaaluda piirangute kehtestamist investeerimisfondidele, kes pakuvad lühikesi tagasivõtmistähtaegu või investeerivad vähemlikviidsesse varadesse. Pädevad asutused, kes on mures mõju ülekandumise pärast, võivad näiteks kaaluda finantsvõimenduse piirangute kehtestamist investeerimisfondidele, kellel on teiste finantsasutustega seotud suured või kontsentreeritud riskipositsioonid. ESMA võib pädevaid asutusi abistada, andes

<sup>(1)</sup> Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu soovitus ESRN/2013/1, 4. aprill 2013, vahe-eesmärkide ja makrotasandi usaldatavusjärelevalve poliitika instrumentide kohta (ELT C 170, 15.6.2013, lk 1).

<sup>(2)</sup> Vt näiteks soovitus ESRN/2013/1 ülevaate saamiseks vahe-eesmärkidest ning olevasolevate ja võimalike makrotasandi usaldatavusjärelevalve instrumentide kaardistamisest.

suuniseid investeerimisfondide profiilide koostamiseks eesmärgiga hinnata finantsvõimendusega seotud riski ja rakendada makrotasandi usaldatavusjärelvalve finantsvõimenduse piiranguid. Pädevad asutused võivad arvesse võtta ka erinevusi finantsvõimenduse üldises tasemes, kehtestades iga investeerimisfondi liigi jaoks eri piirangud. Selle variandi puudus on selles, et investeerimisfondid võivad püüda kasutada piirangutega seoses arbitraazi, et saada soodsamat investeerimisfondi klassifikatsiooni <sup>(1)</sup>. Seetõttu võib olla vajalik kehtestada kriteeriumid alternatiivsete investeerimisfondide klassifitseerimiseks vastavalt investeerimisfondi liikidele.

Tabel 5

**Finantsvõimenduse piirangute erinevate variantide tulemuslikkuse ja tõhususe hindamisraamistiku näide**

	Finants-võimenduse piirangu variandid	Konstantsed finantsvõimenduse piirangud			Tsüklilised piirangud
		1	2	3	
		Üks üldine piirang	Piirangud fondi liigi järgi	Piirangud fondi profiili järgi	
<b>Tulemuslikkus</b>	<b>Kiirmüük</b>	Piirab tulemuslikult kõiki turuhäireid, kui piirang on siduv suurele osale finantsvõimendusega fondidest	Piirab tulemuslikult kõiki turuhäireid, kui piirang on siduv suurele osale finantsvõimendusega fondidest	Tulemuslik finantsvõimendusega fondide puhul, kellel on suhteliselt mittekliivsed portfelligid ja/või lühikesed tagasivõtmistähtajad	Variante 1–3 võib kohaldada erinevatel aegadel. Piirangutel on sama mõju, kuid tsüklilised finantsvõimenduse piirangud sobivad paremini riskide tekke piiramiseks finantstsükli tõusuperioodil ja riskide realiseerumise piiramiseks finantstsükli langusperioodil.
	<b>Vastaspoole ja omavahelise seotuse mõju</b>			Tulemuslik finantsvõimendusega fondide puhul, kellel on tihedad otsesed seosed finantsasutustega	
	<b>Ülemäärane laenuvahendus</b>			Tulemuslik finantsvõimendusega fondide puhul, kes investeerivad ettevõtete võlakirjadesse ja laenukesse	
<b>Tõhusus</b>	<b>Proportsionaalne</b>	Madal piirang võib muuta mõned fondiliigid (nt riskifondid) elujõuetuks, kõrge piirang aga ei suuda ära hoida finantsvõimenduse üldist suurenemist	Piirangud on suunatud suhteliselt suure finantsvõimendusega fondiliikidele (nt riskifondid), kuid ei võta arvesse ühe fondiliigi erinevaid riskiprofiile	Piirangud on suunatud üldiste fondide erinevatele riskiprofiilidele fondiliikide lõikes	Proportsionaalsus sõltuks valitud variandist

<sup>(1)</sup> Direktiivi 2011/61/EL kohaselt võivad fondivalitsejad valida fondi liigi.

	Finants-võimenduse piirangu variandid	Konstantsed finantsvõimenduse piirangud			Tsüklilised piirangud
		1	2	3	
		Üks üldine piirang	Piirangud fondi liigi järgi	Piirangud fondi profiili järgi	
	<b>Arbitraaži suhtes vastupidav</b>	Arbitraaž ei ole võimalik	Arbitraaž on teatud määral võimalik, sest segafondid võivad püüda saada soodsamat fondi klassifikatsiooni	Arbitraaž on ebatõenäoline väikese arvu rangelt piiritletud profiilide puhul	Arbitraaži võimalus sõltuks valitud variandist
	<b>Kalibreerimise keerukus</b>	Lihtsaim variant	Suhteliselt lihtne väikese arvu rangelt piiritletud fondiliikide puhul	Suhteliselt lihtne väikese arvu rangelt piiritletud fondiprofiilide puhul	Nõuab finantsvõimenduse tsüklilist näitajat ja fondi panuse näitajat, mis muudab kalibreerimise keerukamaks

Allikas: tabel 4.1 artiklis Van der Veer jt (2017).

**Pikemas plaanis võiks uurida ka tsüklilist finantsvõimendust.** Pädevad asutused võivad kaaluda teatava finantsvõimenduse piirangu variandi (nt üks üldine piirang, fondiliigil või fondiprofiilil põhinev piirang) tsüklilist kohaldamist. Konstantsete finantsvõimenduse piirangutega võrreldes sobiksid tsüklilised piirangud paremini riskide tekkimise ja realiseerumise vähendamiseks vastavalt finantstsükli tõusu- ja langusperioodil. Lühikeses kuni keskpikas plaanis oleks tsükliline lähenemisviis otstarbekas, kuid kuna see nõuaks finantstsükli näitajat ja fondi panuse näitajat, muudaks see asjaomase meetme veelgi keerukamaks. Basel III kohast finantsvõimenduse piirangute lähenemisviisi kasutades võiks lühiajalises plaanis olla rõhuasetus konstantsetel piirangutel. Tsüklilisi piiranguid võiks uurida pärast seda, kui pädevad asutused on saanud konstantsete piirangute kasutamisel rohkem kogemusi.

**Finantsvõimenduse piirangud peaksid põhinema direktiivi 2011/61/EL kohastel finantsvõimenduse näitajatel, et edendada järjekindlat kohaldamist ja läbipaistvust ning vältida õiguslikku arbitraaži.** Ühtsete finantsvõimenduse näitajate kasutamine aitab pädevatel asutustel saavutada finantsvõimenduse piirangute järjekindla kohaldamise Euroopas. Samuti suurendab see poliitikameetme läbipaistvust ja lihtsustab selle rakendamist. Ühtlasi aitab ühtsete näitajate kasutamine piirata fondivalitsejate õiguslikku arbitraaži. Võttes arvesse finantsvõimenduse mõõtmise keerukust, peaksid pädevad asutused ideaalsel juhul tuginema olemasolevatele põhimõtetele ja näitajatele, mida kasutatakse direktiivi 2011/61/EL kohases finantsvõimenduse aruandluses.

**Finantsvõimenduse piirangute korrapärase läbivaatamine aitab i) neid kogemustele tuginedes täiustada ja ii) viia need kooskõlla rahvusvaheliste standarditega.** Sellega seoses võib väita, et direktiivi 2011/61/EL kohased finantsvõimenduse näitajad ei ole praegu täiuslikult määratletud või et nende näitajate puhul ei ole kokkuvõttes tagatud kooskõla rahvusvaheliste standarditega (nt IOSCO välja töötatavate standarditega). Direktiivi 2011/61/EL kohaste finantsvõimenduse näitajate kasutamise suur eelis on siiski selles, et korrapärase läbivaatamise sisseseadmisel võetakse finantsvõimenduse näitajate võimalikku tulevast täiustamist automaatselt ja pidevalt arvesse. Korrapärase läbivaatamine tagaks ka vastavuse rahvusvaheliste standarditele (finantsstabiilsuse nõukogu, IOSCO). Finantsvõimenduse piirangu korrapärase läbivaatamine oleks kooskõlas soovitusel ESRN/2013/1<sup>(1)</sup>.

**Finantsvõimenduse piirangute kohaldamise kriteeriume käsitlevad suunised aitavad riiklikel pädevatel asutustel finantsvõimenduse piiranguid rakendada.** Selged suunised edendavad järjekindlat kohaldamist kogu Euroopas ja väldivad turuosaliste tegevusetust.

<sup>(1)</sup> Vt näiteks soovitus D (ESRN/2013/1).

ESMA võib aidata pädevatel asutustel finantsvõimenduse piiranguid rakendada, andes välja suunised selle kohta, kuidas asutused peaksid tasakaalustama meetmete reeglipõhise rakendamise ja kaalutusõigusel põhineva rakendamise. Meetmete reeglipõhise rakendamise lihtsuse ja kaalutusõigusel põhineva rakendamise paindlikkuse vahel tuleks leida tasakaal.

#### Soovitus E3 – teatamiskord

ESMA peaks välja töötama selge teatamiskorra seoses otsustega, mida riiklikud pädevad asutused teevad alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate direktiivi artikli 25 kohaselt. Selline ühtlustatud teatamiskord võimaldaks riiklikel pädevatel asutustel ESMA-t tõhusalt teavitada. Samuti võimaldaks see ESMA-l ja ESRN-il selliseid teateid tulemuslikult ja tõhusalt analüüsida.

#### Soovitus E4 – võrdlusuuring

Reguleerimise ja järelevalve usaldusväärse, tõhusa ja järjekindla taseme edendamiseks on soovitatav, et ESMA teeks võrdlusuuringu selle kohta, kuidas riiklikud pädevad asutused kasutavad oma direktiivi 2011/61/EL artikli 25 lõike 3 kohaseid volitusi. Selline võrdlusuuring võib anda näiteks teavet nende volituste kasutamise asjaolude ja erinevate olukordade lahendamiseks kehtestatud nõuete kohta. See võib aidata kindlaks teha parimad tavad. ESMA peaks ka arutama võrdlusuuringu tulemusi oma liikmetega ning edastama teadmised riiklike pädevate asutuste tegevuse kohta riiklikele makrotasandi usaldatavusjärelevalve asutustele ja ESRN-ile.

**Võrdlusuuringu tulemused ei ole siduvad, kuid riiklikud pädevad asutused võivad neid kasutada oma tavade täiendamiseks.** Võrdlusuuringuid on tehtud näiteks selleks, et uurida, kuidas riiklikud pädevad asutused hindavad pankade omavahendite nõuete arvutamise sisemeetodeid<sup>(1)</sup> ja finantsseisundi taastamise kavades kasutatavaid stsenaariume vastavalt Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivile 2014/59/EL,<sup>(2)</sup> (3). Need tõendavad võrdlusuuringu kasulikkust järelevalvetavade võrdlemisel. Võrdlusuuring edendab järelevalvetavade lähenemist ja parandab riiklike pädevate asutuste otsustusprotsessi, säilitades samal ajal järelevalvealase kaalutusõiguse. Võrdlusuuring annaks ka teavet komisjoni delegeeritud õigusaktide koostamiseks vastavalt direktiivi 2011/61/EL artikli 25 lõikele 9 (põhimõtted, mille abil täpsustatakse asjaolusid, mille korral riiklikud pädevad asutused kohaldavad artikli 25 lõike 3 sätteid, võttes arvesse alternatiivsete investeerimisfondide erinevaid strateegiaid, erinevaid turutingimusi, milles alternatiivsed investeerimisfondid tegutsevad, ning asjaomaste sätete kohaldamisest tuleneda võivaid protsüklilisi mõjusid).

#### II.5.2. Soovimatu mõju

**Ühtlustamise taseme ja riiklikel pädevatel asutustel oleva kaalutusõiguse vahel on kompromiss.** Kuna käesoleva soovitus eesmärk on edendada ühtlustatud lähenemisviisi artikli 25 rakendamisele, tähendab see riiklike pädevate asutuste kaalutusõiguse teavat piiramist. ESMA suuniste väljaandmise pädevuse eesmärk on tõepoolest toetada järelevalvealast lähenemist. Ometi võivad riskihindamise raamistikku ning makrotasandi usaldatavusjärelevalve finantsvõimenduse piirangute kavandamist, kalibreerimist ja rakendamist käsitlevad ESMA suunised avaldada äärmuslikku mõju, tekitades riiklikele pädevatele asutustele soovimatuid tõkkeid kaalutusõiguse kasutamisel eesmärgiga kehtestada makrotasandi usaldatavusjärelevalve finantsvõimenduse piiranguid alternatiivsetele investeerimisfondidele, mida fondivalitsejad asjaomases liikmesriigis valitsevad.

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

(2) Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/59/EL, 15. mai 2014, millega luuakse krediidiasutuste ja investeerimisühingute finantsseisundi taastamise ja kriisilahenduse õigusraamistik ning muudetakse nõukogu direktiivi 82/891/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiive 2001/24/EÜ, 2002/47/EÜ, 2004/25/EÜ, 2005/56/EÜ, 2007/36/EÜ, 2011/35/EL, 2012/30/EL ja 2013/36/EL ning määruseid (EL) nr 1093/2010 ja (EL) nr 648/2012 (ELT L 173, 12.6.2014, lk 190).

(3) Vt aruanne aadressil <https://www.eba.europa.eu/-/eba-benchmarks-approaches-on-scenarios-in-recovery-plans>.



## Viited

Inglise keskpank, *finantsstabiilsuse aruanne*, nr 38, detsember 2015

Inglise keskpank, *finantsstabiilsuse aruanne*, nr 39, juuli 2016, lk 8

Inglise keskpank, *finantsstabiilsuse aruanne*, nr 40, november 2016

Bengtsson, E., „Investment funds, shadow banking and systemic risk“, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, kd 24, nr 1, lk 60–73

Clerc, L., Giovannini, A., Langfield, S., Peltonen, T., Portes, R. ja Scheicher, M., „Indirect contagion: the policy problem“, *ESRNi üldtoimetised*, nr 9, jaanuar 2016

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

Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve Komitee, „CESRI suunised eurofondide riski mõõtmise ning üldriski ja vastaspoole riski arvutamise kohta“, tagasiside kokkuvõte, juuli 2010

Komisjoni delegeeritud määrus (EL) nr 231/2013, 19. detsembri 2012, millega täiendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2011/61/EL seoses erandite, üldiste tegutsemistingimuste, depositooriumide, finantsvõimenduse, läbiastvuse ja järelevalvega (ELT L 83, 22.3.2013, lk 1)

Komisjoni direktiiv 2007/16/EÜ, 19. märts 2007, avatud investeerimisfonde (UCITS) käsitlevate õigus- ja haldusnormide kooskõlastamist käsitleva nõukogu direktiivi 85/611/EMÜ rakendamise kohta seoses teatavate mõistete selgitamisega (ELT L 79, 20.3.2007, lk 11)

Komisjoni direktiiv 2010/43/EL, 1. juuli 2010, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2009/65/EÜ seoses organisatsiooniliste nõuete, huvide konfliktide, äritegevuse, riskijuhtimise ning depositooriumi ja fondivalitseja vahelise lepingu sisuga (ELT L 176, 10.7.2010, lk 42)

Constâncio, V., *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, kõne Euroopa finantsloimumist ja stabiilsust käsitleval Euroopa Komisjoni ja Euroopa Keskpanga ühiskonverentsil, Frankfurt Maini ääres, Saksamaa, aprill 2016

Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2009/65/EÜ, 13. juuli 2009, vabalt võõrandatavatesse väärtpaberitesse ühiseks investeringuks loodud ettevõtjaid (eurofondid) käsitlevate õigus- ja haldusnormide kooskõlastamise kohta (ELT L 302, 17.11.2009, lk 32)

Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2011/61/EL, 8. juuni 2011, alternatiivsete investeerimisfondide valitsejate kohta, millega muudetakse direktiive 2003/41/EÜ ja 2009/65/EÜ ning määruseid (EÜ) nr 1060/2009 ja (EL) nr 1095/2010 (ELT L 174, 1.7.2011, lk 1)

Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/59/EL, 15. mai 2014, millega luuakse krediitiasutuste ja investeerimisühingute finantsseisundi taastamise ja kriisilahenduse õigusraamistik ning muudetakse nõukogu direktiivi 82/891/EMÜ ning Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiive 2001/24/EÜ, 2002/47/EÜ, 2004/25/EÜ, 2005/56/EÜ, 2007/36/EÜ, 2011/35/EL, 2012/30/EL ja 2013/36/EL ning määruseid (EL) nr 1093/2010 ja (EL) nr 648/2012 (ELT L 173, 12.6.2014, lk 190)

Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiiv 2014/65/EL, 15. mai 2014, finantsinstrumentide turgude kohta ning millega muudetakse direktiive 2002/92/EÜ ja 2011/61/EL (ELT L 173, 12.6.2014, lk 349)

Euroopa Pangandusjärelevalve, *Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise*, aruanne, 2014, kättesaadav aadressil <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>

Euroopa Pangandusjärelevalve, *Recovery planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios*, aruanne, detsember 2015, kättesaadav aadressil <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf>

Euroopa Keskpank, *finantsstabiilsuse ülevaade*, mai 2016

Euroopa Komisjon, *Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depository, Money Market Funds, Long-term Investments*, 2012, kättesaadav aadressil [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm)

Euroopa Fondivalitsejate Liit, *Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017*, detsember 2017

Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve, *Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3)(d) and 24(1), (2) and (4) of the AIFMD*, (ESMA/2014/869EN), august 2014

Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, nr 2, 2015

Euroopa Väärtpaberiturujärelevalve, *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, ESMA/2016/596 arvamus, aprill 2016, kättesaadav aadressil [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596\\_opinion\\_on\\_loan\\_origination.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf)

Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu, *EU Shadow Banking Monitor*, nr 1, juuli 2016

Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu, *EU Shadow Banking Monitor*, nr 2, mai 2017

Ühendkuningriigi finantsjärelevalveasutus, *Hedge Fund Survey*, juuni 2015

Ühendkuningriigi finantsjärelevalveasutus, *Illiquid assets and open-ended investment funds*, aruteludokument (DP 17/1), veebruar 2017

Finantsstabiilsuse nõukogu, *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, jaanuar 2017

Finantsstabiilsuse järelevalvenõukogu, *Update on Review of Asset Management Products and Activities*, aprill 2016

Rahvusvaheline Väärtpaberijärelevalve Organisatsioon, *Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members*, lõpparuanne, FR28/2015, detsember 2015

Rahvusvaheline Väärtpaberijärelevalve Organisatsioon, *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, konsultatsiooniaruanne, CR05/2017, juuli 2017

Jones, S., *The Week Brexit Got Real for Investors in Property Funds*, juuli 2016, kättesaadav aadressil <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., „Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer“, *Austria keskpanga finantsstabiilsuse aruanne*, nr 30, detsember 2015

Maijoo, S., *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, kõne ESRNi varipanganduse seminaril, Frankfurt Maini ääres, Saksamaa, mai 2015

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

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

Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu soovitus ESRN/2012/1, 20. detsember 2012, rahaturufondide kohta (ELT C 146, 25.5.2013, lk 1)

Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu soovitus ESRN/2013/1, 4. aprill 2013, vahe-eesmärkide ja makrotasandi usaldatavusjärelevalve poliitika instrumentide kohta (ELT C 170, 15.6.2013, lk 1)

Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu soovitus ESRN/2014/1, 18. juuni 2014, mis käsitleb juhiseid vastutsükliliste kapitalipuhvrite määrade kehtestamiseks (ELT C 293, 2.9.2014, lk 1)

Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 648/2012, 4. juuli 2012, börsiväliste tuletisinstrumentide, kesksete vastaspoolte ja kauplemisteabehoidlate kohta (ELT L 201, 27.7.2012, lk 1)

Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 575/2013, 26. juuni 2013, krediidasutuste ja investeerimisühingute suhtes kohaldatavate usaldatavusnõuete kohta ja määruse (EL) nr 648/2012 muutmise kohta (ELT L 176, 27.6.2013, lk 1)

Euroopa Keskpannga määrus (EL) nr 1073/2013, 18. oktoober 2013, investeerimisfondide varade ja kohustuste statistika kohta (EKP/2013/38) (ELT L 297, 7.11.2013, lk 73)

Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) nr 909/2014, 23. juuli 2014, mis käsitleb väärtpaberiarvelduse parandamist Euroopa Liidus ja väärtpaberite keskdepositooriume ning millega muudetakse direktiive 98/26/EÜ ja 2014/65/EL ning määrust (EL) nr 236/2012 (ELT L 257, 28.8.2014, lk 1).

Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) 2015/760, 29. aprill 2015, Euroopa pikaajaliste investeerimisfondide kohta (ELT L 123, 19.5.2015, lk 98)

Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus (EL) 2017/1131, 14. juuni 2017, rahaturufondide kohta (ELT L 169, 30.6.2017, lk 8)

USA väärtpaberijärelevalve, 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, 2016, kättesaadav aadressil <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., „Towards a framework for calibrating macroprudential leverage limits for alternative investment funds“, eiteemaline artikkel A, EKP *finantsstabiilsuse ülevaade*, november 2016, lk 123–133

Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. ja de Sousa van Stralen, R., „Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands“, EKP ja Madalmaade keskpanga ühine üldtoimetis, 2017

White, M. J., *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, kõne ühes maailma kaubanduskeskuses toimunud The New York Times'i konverentsil „DealBook Opportunities for Tomorrow“, New York, N.Y., detsember 2014

---

Tabel A1

## Likviidsuse juhtimise instrumentide kättesaadavus ELi liikmesriikides (allikas: ESMA)

	AT	BE	BG	CY	CZ	DE	DK	EE	ES	FI	FR	GR	HR	HU	IE	IS	IT	LI	LT	LU	LV	MT	NL	NO	PT	RO	SE	SI	SK	UK		
Ajalised piirangud	EI	EI	EI	JAH	EI	EI	EI	JAH	JAH	EI	JAH	EI	EI	EI	JAH	EI	JAH	JAH	EI	JAH	EI	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	EI	EI	JAH	JAH		
Kõrvalkontod	JAH	EI	EI	JAH	EI	EI	EI	JAH	JAH	EI	JAH	EI	EI	EI	JAH	EI	JAH	JAH	EI	JAH	EI	JAH	JAH	JAH	EI	EI	EI	JAH	EI	EI		
Lahjendusvastane tasu	EI	EI	EI	JAH	EI	EI	EI	JAH	EI	EI	JAH	EI	EI	EI	JAH	EI	JAH	JAH	EI	JAH	EI	EI	JAH	EI	JAH	JAH	EI	EI	EI	EI	JAH	
Tagasivõtmistasud	JAH	EI	EI	JAH	EI	JAH	EI	JAH	EI	JAH	JAH	EI	EI	EI	JAH	EI	JAH	JAH	EI	JAH	EI	EI	JAH	EI	EI	EI	EI	EI	EI	EI	JAH	
Mitterahalised tagasivõtmised	JAH	EI	EI	JAH	EI	JAH	EI	JAH	JAH	JAH	JAH	EI	JAH	EI	JAH	EI	JAH	JAH	EI	JAH	EI	JAH	JAH	EI	JAH	EI	EI	JAH	EI	JAH		
Tagasivõtmiste peatamine	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	
Kõikuv hinnakujundus	JAH	EI	EI	JAH	EI	EI	EI	JAH	EI	JAH	JAH	EI	EI	EI	JAH	EI	EI	JAH	EI	JAH	EI	EI	JAH	JAH	EI	EI	EI	EI	EI	EI	JAH	
Lühiajalised laenud	JAH	EI	JAH	JAH	JAH	JAH	EI	JAH	JAH	JAH	JAH	JAH	EI	EI	JAH	JAH	JAH	JAH	EI	JAH	EI	JAH	JAH	EI	JAH	JAH	EI	JAH	JAH	JAH		
Kohustuslikud likviidsuspuhvrid	JAH	EI	EI	EI	EI	EI	EI	EI	JAH	EI	EI	EI	EI	EI	EI	EI	EI	EI	EI	EI	EI	EI	EI	JAH	EI	EI	EI	EI	EI	EI	JAH	EI
Lisasätted	JAH	EI	EI	EI	EI	EI	EI	JAH	JAH	EI	EI	EI	EI	EI	JAH	EI	EI	JAH	EI	JAH	EI	JAH	JAH	EI	EI	EI	EI	EI	EI	EI	JAH	
Muud vahendid/meetmed	EI	EI	EI	EI	EI	JAH	EI	EI	JAH	EI	JAH	EI	EI	EI	EI	EI	JAH	EI	EI	JAH	EI	EI	EI	EI	EI	EI	JAH	EI	EI	EI	JAH	