

I

(Päätöslauselmat, suositukset ja lausunnot)

SUOSITUKSET

EUROOPAN JÄRJESTELMÄRISKIKOMITEA

EUROOPAN JÄRJESTELMÄRISKIKOMITEAN SUOSITUS,

annettu 20 päivänä joulukuuta 2012,

rahamarkkinarahastoista

(EJRK/2012/1)

(2013/C 146/01)

EUROOPAN JÄRJESTELMÄRISKIKOMITEAN HALLINTONEUVOSTO, joka

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

ottaa huomioon Euroopan järjestelmäriskikomitean työjärjestyksen hyväksymisestä 20 päivänä tammikuuta 2011 tehdyn Euroopan järjestelmäriskikomitean päätöksen EJRK/2011/1⁽²⁾ ja erityisesti sen 15 artiklan 3 kohdan e alakohdan sekä 18, 19 ja 20 artiklan,

sekä katsoo seuraavaa:

- (1) Vaikka rahamarkkinarahastot kuuluvat arvopaperimarkkinasääntelyn piiriin, ne ovat keskeinen osa varjopankkitoimintaa varsinkin siksi, että ne muuntavat varoja maturiteetiltaan ja likvidiydeltään toiseen muotoon ja voivat näin ollen aiheuttaa järjestelmäriskin.
- (2) Sijoittajat saattavat pitää rahamarkkinarahastoja ja varsinkin kiinteähintaisia rahastoja, jotka pyrkivät pitämään rahasto-osuuksien arvon muuttumattomana, turvallisin vaihtoehtoina pankkitalletuksille. Rahamarkkinarahastoilla ei ole kuitenkaan suojanaan suoraa julkista turvaverkkoa, kuten keskuspankkirahoitusta ja talletussuojaa. Sen vuoksi on vaara, että ne sekoitetaan pankkitalletuksiin, jotka kuuluvat kyseisen turvaverkon piiriin.
- (3) Rahamarkkinarahastoilla ei pääsääntöisesti ole takanaan taustayhtiöidensä (tavallisesti pankkien) eksplisiittisiä ja

vahvoja tukijärjestelyjä, vaikka taustayhtiöt ovatkin toisinaan jälkikäteen antaneet vaikeuksissa oleville rahastoille aktiivista harkinnanvaraista tukea.

- (4) Taloudelliset tutkimukset ovat osoittaneet, että rahamarkkinarahastot ovat luonteensa ja toimintatapansa vuoksi alttiina toimintaa horjuttavan sijoituspaon riskille, ja sijoituspako voi levitä nopeasti rahastosta toiseen heikentäen varsinkin pankkien maksuvalmiusasemaa ja lyhytaikaisten luottojen saatavuutta. Sijoituspaon riski saattaa olla suurempi kiinteähintaisissa rahastoissa silloin, kun niiden ei uskota täyttävän sijoittajien odotuksia rahasto-osuuksien lunastamisesta nimellisarvoon.
- (5) Vaikka rahamarkkinarahastot eivät aiheuttaneet vuosien 2007–2008 finanssikriisiä, niiden toiminta rahoitusmarkkinahäiriöiden aikana osoitti, että ne voivat pidentää tai jopa laajentaa kriisiä. Vuosien 2007–2008 kriisistä saadut kokemukset ovat osoittaneet, että rahamarkkinarahastot saattavat olla alttiina sijoituspaolle ja että ne saattavat tarvita tukea taustayhtiöiltään varsinkin säilyttääkseen rahasto-osuutensa kiinteähintaisina.
- (6) Rahamarkkinarahastojen aiheuttama mahdollinen järjestelmäriski koskee rahastosijoituksensa ensimmäisten joukossa purkavien sijoittajien saamaa etua varsinkin kiinteähintaisissa rahastoissa, taustayhtiöiden antaman tuen implisiittisyyttä ja harkinnanvaraisuutta sekä rahamarkkinarahastojen voimakkaita kytköksiä muuhun rahoitusjärjestelmään ja erityisesti pankkeihin ja rahamarkkinoihin.
- (7) Kun hiljattaisen finanssikriisin syytä on analysoitu, useat kansalliset sääntelyviranomaiset ja kansainväliset organisaatiot ovat todenneet, että rahamarkkinarahastoalalla tarvitaan rakenteellisia uudistuksia. Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmä (Financial Stability Board, FSB) antoi 27 päivänä lokakuuta 2011 alustavia suosituksia

⁽¹⁾ EUVL L 331, 15.12.2010, s. 1.

⁽²⁾ EUVL C 58, 24.2.2011, s. 4.

varjopankkitoiminnan valvonnan ja sääntelyn vahvistamiseksi. FSB:n mielestä keskeisiä ratkaistavia kysymyksiä ovat varsinkin pakollinen siirtyminen vaihtuvahintaiseen malliin, kiinteähintaisille rahastoille asetettavat vakavaraisuus- ja maksuvalmiusvaatimukset sekä mahdolliset muut sääntelytoimet.

- (8) Kansainvälinen arvopaperimarkkinavalvojen järjestö (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) antoi 9 päivänä lokakuuta 2012 FSB:n pyynnöstä toimintasuosituksia, joiden tarkoituksena on vähentää rahamarkkinarahastojen alttiutta sijoituspaolle. Huomattava osa IOSCON suosituksista on jo käsitelty Euroopan unionin tasolla, mutta joitakin niistä on vielä käsittelemättä.
- (9) Yhdysvaltojen sääntelyviranomaiset ovat ryhtyneet tarkistamaan rahamarkkinarahastoja koskevaa lainsäädäntöä. Varsinkin arvopaperikomissio (Securities Exchange Commission, SEC) on uudistanut sääntöään 2a-7. Maan rahoitusvakausvalvontaviranomainen (Financial and Stability Oversight Council, FSOC) esitti lisäksi 13 päivänä marraskuuta 2012 julkisen kannanottoesityksen rahamarkkinarahastouudistusta koskevista suositusehdotuksista.
- (10) Euroopan arvopaperimarkkinoiden valvojen komitea julkaisi toukokuussa 2010 suuntaviivat eurooppalaisten rahamarkkinarahastojen yhteisestä määritelmästä. Tarkoituksena on laatia uusia yhteisiä normeja, joilla voitaisiin puuttua finanssikriisin paljastamiin heikkouksiin. Suuntaviivoissa asetetaan varsinkin tiukat laatu- ja maturiteetti-vaatimukset rahaston varojen sijoituskohteille sekä tiukat riskienhallinta- ja tiedotusvaatimukset. Nämä suuntaviivat eivät ole sitovia, ja ne on osoitettu sekä yhteissijoitusyrityksille että muille rahastoille. Jäsenvaltiot ovat ottaneet ne käyttöön kansallisella tasolla.
- (11) Euroopan komissio on ilmoittanut aikovansa laatia yhteissijoitusyrityksiä koskevia uusia lainsäädäntötoimenpiteitä, joita sovelletaan koko unionissa, ja tarkastelevansa erityisesti tarvetta rahamarkkinarahastojen sääntelyn tarkentamiseen ja yhdenmukaistamiseen.⁽¹⁾
- (12) Asetuksen (EU) N:o 1092/2010 mukaisesti Euroopan järjestelmäriskikomitea (EJRK) voi antaa komissiolle suosituksia myös asiaa koskevasta unionin lainsäädännöstä. Suositusten tarkoituksena on antaa tältä osin ohjeistusta Euroopan komissiolle sekä Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaiselle sen hoitaessa neuvonta- ja sääntelytehtäviään.
- (13) Sijoituspako on mahdollinen kaikissa rahastoissa, joissa varojen ja velkojen maturiteetit tai likvidiys ovat epätasapainossa. Kiinteähintaisissa rahastoissa on kuitenkin piirteitä, joiden vuoksi sijoittajat saattavat rahoitusmarkkinoiden häiriöiden aikaan pyrkiä saavuttamaan etua purkamalla rahastosijoituksensa ensimmäisten joukossa. Siirty-

mällä vaihtuvahintaiseen malliin voidaan ehkä pienentää osuudenhaltijoiden kannustimia purkaa rahastosijoituksiin tilanteissa, joissa niiden arvo on hieman alentunut, ja selkeyttää hinnoittelua. Näin voidaan ehkä myös auttaa vähentämään rahamarkkinarahastojen kytköksiä taustayhtiöihin ja tästä aiheutuvaa järjestelmäriskiä sekä tarvetta taustayhtiöiden antamaan merkittävään tukeen.

- (14) Kun rahamarkkinarahastot käyttävät arvostamisen perusteena pääsääntöisesti käypää arvoa ja vain ennalta määritetyissä olosuhteissa jaksotettua hankintamenoa, sijoittajat saavat selkeämmän käsityksen hinnoittelusta ja pysyvät hahmottamaan paremmin rahamarkkinarahastoihin liittyvät riskit ja rahastojen erot pankkitalletuksiin nähden.
- (15) Likvidien varojen avulla rahamarkkinarahastot pystyvät maksamaan osuudenhaltijoille lunastusten yhteydessä sekä välttämään omaisuuserien pakkomyynnit tappiolla. Näin voidaan myös estää ongelmien leviäminen muihin rahastoihin, joilla on hallussaan samanlaisia arvopapereita. Asettamalla yksiselitteiset vähimmäismäärät päivässä ja viikossa likvideille varoille voidaan varmistaa, että rahamarkkinarahastot pystyvät täyttämään sijoittajien suuretkin lunastusvaatimukset ja selviytymään markkinoiden heilahteluista. Rahamarkkinarahastoja voidaan auttaa selviytymään häiriötilanteista ottamalla käyttöön tehokkaita keinoja, joilla voidaan puuttua maksuvalmiusvaikeuksiin tehokkaasti esimerkiksi keskeyttämällä rahastolunastukset tilapäisesti.
- (16) Velvoittamalla rahamarkkinarahastot lisäämään tiedotusta esimerkiksi pääomatakuun ja taustayhtiöiden tuen puuttumisesta sekä arvostuskäytännöistä varmistetaan, että sijoittajilla on selkeä käsitys olemassa olevista riskeistä.
- (17) Rahamarkkinarahastojen tarkemman raportoinnin avulla valvontaviranomaiset saavat kattavamman kuvan rahamarkkinarahastosektorin kehityksestä ja pystyvät paremmin tunnistamaan riskien lähteitä. Sen vuoksi rahamarkkinarahastojen on lisättävä entisestään säännöllistä raportointia etenkin saamistaan ja velkojensa rakenteesta, jaksotettuun hankintamenoan perustuvan arvostamisen käytöstä ja taustayhtiöidensä tuesta. Toimivaltaisten kansallisten valvontaviranomaisten olisi tarvittaessa jaettava asiaankuuluvat tiedot muiden asiasta vastaavien kansallisten ja unionin viranomaisten kanssa.
- (18) Asetuksen (EU) N:o 1092/2010 johdanto-osan 29 perustelukupaleen mukaisesti asiaankuuluvien yksityissektorin sidosryhmien huomautukset on otettu tämän suosituksen laadinnassa huomioon.
- (19) Tämä suositus ei vaikuta keskuspankkien rahapoliittiseen toimivaltaan unionissa.

⁽¹⁾ Tuotesääntöjä, likviditeetin hallintaa, säilytysyhteisöjä, rahamarkkinarahastoja ja pitkäaikaisia sijoituksia koskeva kannanottoesitys (Consultation on Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments), 26.7.2012.

(20) EJRK:n suositukset julkaistaan sen jälkeen, kun Euroopan unionin neuvostolle on ilmoitettu hallintoneuvoston ai-keesta julkaista lausunto sekä annettu mahdollisuus toi-mia,

ON ANTANUT TÄMÄN SUOSITUKSEN:

OSA I

SUOSITUKSET

Suositus A – Pakollinen siirtyminen vaihtuvahintaisten ra-hasto-osuuksien malliin

Euroopan komission suositetaan varmistavan, että asiaa kos-kevassa unionin lainsäädännössä

1. rahamarkkinarahastot veloitetaan omaksumaan vaihtuvahin-taisten rahasto-osuuksien malli;
2. rahamarkkinarahastot veloitetaan käyttämään arvostuksessa pääsääntöisesti käypää arvoa ja vain ennalta määrätyissä ta-pauksissa jaksotettua hankintamenoa.

Suositus B – Maksuvalmiusvaatimukset

Euroopan komission suositetaan varmistavan, että asiaa kos-kevassa unionin lainsäädännössä

1. täydennetään olemassa olevia likviditeettivaatimuksia asetta-malla rahamarkkinarahastojen päivässä ja viikossa likvideille varoille yksiselitteiset vähimmäismäärät;
2. vahvistetaan rahastojen hoitajien vastuuta maksuvalmiusris-kien seurannasta;
3. edellytetään, että kansallisilla valvontaviranomaisilla ja rahas-tojen hoitajilla on käytössään keinot, joilla voidaan puuttua rahastokohtaisen tai koko markkinoiden kehityksen aiheutta-mista häiriöistä johtuviin maksuvalmiusvaikeuksiin tehok-kaasti esimerkiksi keskeyttämällä rahastolunastukset tilapäi-sesti.

Suositus C – Julkinen tiedottaminen

Euroopan komission suositetaan varmistavan, että asiaa kos-kevassa unionin lainsäädännössä

1. rahamarkkinarahastot veloitetaan ilmoittamaan erikseen – myös markkinointimateriaalissaan – selkeästi, että sijoitukset eivät ole pääomataattuja ja niihin liittyy pääoman menettä-misen mahdollisuus;
2. kielletään rahamarkkinarahastoja viittaamasta julkisessa ma-teriaalissaan taustayhtiön tukeen tai tukivalmiuteen tai suo-jaan, ellei tuesta ole saatu selkeää taustayhtiön sitoumusta ja ellei tukea ole sisällytetty taustayhtiön kirjanpitoon ja vakava-raisuusvaatimuksiin;

3. veloitetaan rahamarkkinarahastot antamaan tiedot noudat-tamistaan arvostuskäytännöistä ja varsinkin jaksotettuun hankintamenoan perustuvasta arvostuksesta sekä tiedotta-maan sijoittajille asianmukaisesti häiriötilanteessa noudatetta-vista lunastusmenettelyistä.

Suositus D – Raportointi ja tietojen jakaminen

1. Euroopan komission suositetaan varmistavan, että asiaa kos-kevassa unionin lainsäädännössä
 - a) rahamarkkinarahastot tai niiden hoitajat sekä taustayhtiöt veloitetaan raportoimaan toimivaltaiselle kansalliselle valvontaviranomaiselle kaikesta taustayhtiön tuesta, joka saattaa vaikuttaa rahasto-osuuksien arvoon, ja toimitta-maan kattava kuvaus tuen laadusta ja suuruudesta;
 - b) vahvistetaan rahamarkkinarahastojen säännöllistä rapor-tointia;
 - c) varmistetaan, että toimivaltaiset kansalliset valvontaviran-omaiset tarvittaessa jakavat a ja b alakohdassa tarkoitetut tiedot muiden saman jäsenvaltion tai muiden jäsenvaltioi-den valvontaviranomaisten, Euroopan valvontaviran-omaisten, Euroopan keskuspankkijärjestelmän jäsenten ja EJRK:n kanssa;
2. Euroopan komission suositetaan edistävän 1 kohdan b ala-kohdassa tarkoitetun yhdenmukaisen raportoinnin ja yhden-mukaisen tietoaineiston kehittämistä sekä 1 kohdan c ala-kohdassa tarkoitetun tiedonjaon järjestämistä.

OSA 2

SOVELTAMINEN

1. Tulkinta

1. Tässä suosituksessa käytetään seuraavia määritelmiä:
 - a) 'luottolaitoksella' tarkoitetaan luottolaitosten liiketoimin-nan aloittamisesta ja harjoittamisesta 14 päivänä kesä-kuuta 2006 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2006/48/EY ⁽¹⁾ 4 artiklan 1 kohdassa määritel-tyä luottolaitosta;
 - b) 'kansallisella valvontaviranomaisella' tarkoitetaan asetuk-sen (EU) N:o 1092/2010 1 artiklan 3 kohdan f alakoh-dassa määriteltyä toimivaltaista viranomaista tai sääntely-viranomaista;
 - c) 'rahamarkkinarahastoilla' tarkoitetaan sääntelyn ja valvon-nan alaisia yrityksiä, jotka harjoittavat yhteistä sijoitustoim-intaa unionissa ja joiden pääasiallisena tarkoituksena on säilyttää rahaston pääoma ja tuottaa rahamarkkinakorko-jen mukaista tuottoa tekemällä sijoituksia rahamarkki-nainstrumentteihin tai talletuksia luottolaitoksiin;

⁽¹⁾ EUVL L 177, 30.6.2006, s. 1.

- d) 'vaihtuvahintaisella rahastolla' tarkoitetaan rahamarkkina-rahastoa, joka ei pyri pitämään rahasto-osuuksien arvoa muuttumattomana ja jonka rahasto-osuuksien hinnat näin ollen vaihtelevat. Sen varat arvostetaan yleensä käypään arvoon;
- e) 'kiinteähintaisella rahastolla' tarkoitetaan rahamarkkinarahastoa, joka pyrkii pitämään rahasto-osuuksien arvon muuttumattomana. Sen varat arvostetaan yleensä jaksotettuun hankintamenuun;
- f) 'jaksotettuun hankintamenuun perustuvalla kirjanpidolla' tarkoitetaan kirjanpitomenetelmää, jossa otetaan huomioon arvopaperin hankintamenu ja oikaistaan tämä arvo preemioiden tai diskontojen jaksotuksella eräpäivään saakka.
2. Liite on tämän suosituksen erottamaton osa. Mikäli suosituksen varsinainen teksti ja liite ovat ristiriidassa keskenään, sovelletaan ensisijaisesti suosituksen varsinaista tekstiä.

2. Soveltamiskriteerit

1. Tätä suositusta sovellettaessa noudatetaan seuraavia kriteerejä:
- a) Tämä suositus koskee kaikkia rahamarkkinarahastoja sellaisina kuin ne on määritelty.
- b) Säätelyerojen hyväksikäyttöä olisi vältettävä.
- c) Suhteellisuusperiaate otetaan asianmukaisesti huomioon suositusta sovellettaessa; myös kunkin suosituksen tavoite ja sisältö otetaan huomioon.
- d) Liitteessä on vahvistettu tämän suosituksen soveltamista koskevat erityiset edellytykset.
2. Komissiota pyydetään ilmoittamaan EJRK:lle ja neuvostolle toimenpiteistä, joihin se on ryhtynyt tämän suosituksen johdosta, taikka perustelemaan asianmukaisesti miksi toimiin ei ole ryhdytty. Ilmoitukseen on sisällytettävä vähintään:
- a) tiedot toimenpiteiden sisällöstä ja ajoituksesta, Euroopan valvontaviranomaisten osalta toteutetut toimet mukaan luettuina;
- b) arvio toimenpiteiden toimivuudesta tämän suosituksen tavoitteisiin nähden;

- c) yksityiskohtaiset perustelut toimimatta jättämiselle tai tästä suosituksesta poikkeamiselle, viivästymiset mukaan luettuina.

3. Jatkotoimien aikarajat

1. Komissiota pyydetään raportoimaan EJRK:lle ja neuvostolle toimista joihin se on ryhtynyt tämän suosituksen johdosta, taikka perustelemaan asianmukaisesti, miksi toimiin ei ole ryhdytty, jäljempänä olevien aikarajojen mukaisesti.
- a) Komissiota pyydetään toimittamaan EJRK:lle viimeistään 30 päivänä kesäkuuta 2013 väliraportti, joka sisältää ensimmäisen arvion näiden suositusten soveltamisesta.
- b) Komissiota pyydetään toimittamaan EJRK:lle ja neuvostolle viimeistään 30 päivänä kesäkuuta 2014 loppuraportti näiden suositusten soveltamisesta.
2. Hallintoneuvosto voi pidentää 1 kohdassa tarkoitettua määräaikaa, mikäli yhden tai useamman suosituksen noudattamiseksi tarvitaan lakialioitteita.

4. Valvonta ja arviointi

1. EJRK:n sihteeristö
- a) avustaa komissiota muun muassa tarjoamalla asianmukaisia asiakirjamalleja sekä tarvittaessa täsmentämällä jatkotoimien käytännön järjestelyjä ja aikarajoja;
- b) verifioi komission toteuttamat jatkotoimet ja pyynnöstä avustaa sitä jatkotoimissa sekä raportoi niistä hallintoneuvostolle ohjauskomitean välityksellä.
2. Hallintoneuvosto arvioi komission raportoimat toimenpiteet ja perustelut sekä tarvittaessa päättää, onko se jättänyt noudattamatta tätä suositusta perustelematta asianmukaisesti, miksi se ei ole ryhtynyt toimiin.

Tehty Frankfurt am Mainissa 20 päivänä joulukuuta 2012.

EJRK:n puheenjohtaja

Mario DRAGHI

LIITE EJRK:N SUOSITUKSEEN RAHAMARKKINARAHASTOISTA

SISÄLLYS

	Sivu
LYHENTEET	6
TIIVISTELMÄ	7
JOHDANTO	8
I VIIMEAIKAISIA SÄÄNTELYHANKKEITA	8
I.1 Kansainväliset hankkeet	8
I.2 Eurooppalaiset hankkeet	9
II RAHAMARKKINARAHASTOJEN MERKITYS RAHOITUSVAKAUDEN KANNALTA	10
II.1 Varhaisen rahastolunastuksen etu	10
II.2 Taustayhtiöiden tuki	11
II.3 Tämänhetkinen taloustilanne	12
III RAHAMARKKINARAHASTOSEKTORIN RAKENNE EUROOPASSA	12
III.1 EJRK:n erilliskysely	12
III.2 Rahamarkkinarahastojen varat	14
III.3 Rahamarkkinarahastojen sijoittajapohja	19
III.4 Rahastosektorin keskittyneisyys	21
III.5 Kiinteähintaisten rahastojen rahasto-osuuksien käyvän arvon poikkeama nimellisarvosta	22
IV EJRK:N SUOSITUKSET	23
IV.1 Suositusten soveltamisala	23
IV.2 Suositus A – Pakollinen siirtyminen vaihtuvahintaisten rahasto-osuuksien malliin	23
IV.2.1 Taloudelliset perusteet	23
IV.2.2 Arvio	26
IV.3 Suositus B – Maksuvalmiusvaatimukset	30
IV.3.1 Taloudelliset perusteet	30
IV.3.2 Arvio	33
IV.4 Suositus C – Julkinen tiedottaminen	34
IV.4.1 Taloudelliset perusteet	34
IV.4.2 Arvio	34
IV.5 Suositus D – Raportointi ja tietojen jakaminen	35
IV.5.1 Taloudelliset perusteet	35
IV.5.2 Arvio	35
IV.6 Seurantatoimet	36
IV.6.1 Määräajat	36
IV.6.2 Noudattamiskriteerit	36
IV.6.3 Seurantatoimista raportointi	37
LÄHDELUETTELO	39

LYHENTEET

CESR: Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitea

EKP: Euroopan keskuspankki

EKPJ: Euroopan keskuspankkijärjestelmä

EAMV: Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen

EJRK: Euroopan järjestelmäriskikomitea

EU: Euroopan unioni

FSB: finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmä

FSOC: Yhdysvaltain rahoitusvakausvalvontaviranomainen

IMMFA: Institutional Money Market Funds Association

IOSCO: kansainvälinen arvopaperimarkkinavalvojen järjestö

SEC: Yhdysvaltain arvopaperikomissio

Taulukoiden ja kuvioiden lyhenteet

CHF: Sveitsin frangi

EUR: euro

GBP: Englannin punta

JPY: Japanin jeni

J-YHT: julkisyhteisö

KH: kiinteähintainen rahasto

KT: kotitalous

pp: peruspiste

RL: rahalaitos

Muu RL: muu rahoituslaitos

RMR: rahamarkkinarahasto

UCITS: yhteissijoitusyritys (direktiivin 2009/65/EY mukaan)

ei-UCITS: muu kuin yhteissijoitusyritys

USD: Yhdysvaltain dollari

VH: vaihtuvahintainen rahasto

VH lyhyt: vaihtuvahintainen lyhyt rahasto

VL/ER: vakuutuslaitokset ja eläkerahastot

TIIVISTELMÄ

Näiden EJRK:n suositusten tarkoituksena on tukea finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmän (Financial Stability Board, FSB) esittämien varjopankkitoimintaa koskevien uudistusten täytäntöönpanoa Euroopassa rahamarkkinarahastojen suhteen. Tässä liitteessä esitellään suositusten taustoja ja arvioidaan uudistusten vaikutuksia. Rahamarkkinarahastot kuuluvat tärkeimpiin varjopankkitoimintaa harjoittaviin toimijoihin. Pankkien tavoin nekin muuntavat varoja maturiteetiltaan ja likvidiydeltään toiseen muotoon ja tarjoavat sijoittajille turvallisen vaihtoehdon pankkitalletuksille (erityisesti kiinteähintaiset rahastot, jotka pyrkivät pitämään rahasto-osuuksien arvon muuttumattomana). Rahamarkkinarahastoja säännellään osana arvopaperikaupan sääntelyä, mutta pankkien sääntely ei ulotu niihin, ja joissakin tilanteissa rahaston toimintaa horjuttavan sijoituspaon riski voi olla erityisen suuri. Rahamarkkinarahastoihin voi siis liittyä merkittäviä järjestelmäriskkejä. Riskejä liittyy myös taustayhtiöiden implisiittiseen ja harkinnanvaraiseen tukeen rahamarkkinarahastoille. Kiinteähintaisten rahastojen tapauksessa tuen todennäköisyys on suurempi.

Rahamarkkinarahastoihin liittyvien riskien hillitsemiseksi on jo tehty useita kansainvälisiä ja eurooppalaisia aloitteita, kuten lokakuussa 2012 annetut kansainvälisen arvopaperimarkkinavalvojen järjestön (IOSCO) suositukset ja toukokuussa 2010 annetut Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitean (CESR) ja Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (EAMV) suuntaviivat. Lisäksi FSB:n odotetaan antavan lopulliset, kaikki tarkastellut varjopankkitoiminnan osa-alueet kattavat suosituksensa syyskuussa 2013. Yhdysvalloissa rahamarkkinarahastojen sääntely saattaa edetä maan rahoitusvakausvalvontaviranomaisen (FSOC) esitettyä suositusehdotuksistaan julkisen kannanottopyynnön marraskuussa 2012. Komission odotetaan antavan vuoden 2013 ensimmäisellä neljänneksellä ehdotuksensa yhteissijoitusyrityksiä ja rahamarkkinarahastoja koskevan lainsäädännön uudistamiseksi Euroopassa ja hyödyntävän valmistelutyössä EJRK:n suositusten ja tämän liitteen tietoja.

Rahamarkkinarahastot Euroopassa

EJRK:n suositusten mahdollisten vaikutusten arvioimiseksi Euroopan rahamarkkinarahastoalan ominaispiirteitä kartoitettiin perusteellisesti mm. keräämällä rahamarkkinarahastoilta erikseen tietoja. Euroopassa rahamarkkinarahastojen hallussa on noin 1 000 miljardin euron varallisuus, josta Irlannin, Luxemburgin ja Ranskan rahamarkkinarahastojen osuus on 95 %. Ranskassa sijoitukset rahamarkkinarahastoihin ovat peräisin pääasiassa kotimaisilta sijoittajilta, kun taas Irlannissa ja Luxemburgissa sijoitukset tulevat suurelta osin muista maista. Valtaosa Euroopan rahamarkkinarahastoista kuuluu yhteissijoitusyrityksiä koskevan lainsäädännön piiriin. Viiden suurimman rahastokonsernin yhteenlaskettu osuus rahamarkkinarahastojen markkinoista Euroopassa on 40 %, ja neljä näistä konserneista on kytköksissä pankkeihin.

Rahamarkkinarahastot ovat tärkeässä asemassa rahamarkkinoilla. Arvioiden mukaan noin 25 % euroalueella liikkeeseen lasketuista lyhytaikaisista velkapapereista on niiden hallussa, ja noin 75 % niiden saamisista koostuu rahalaitosten (irlantilaisien rahastojen kohdalla pääosin EU:n ulkopuolisten rahalaitosten) instrumenteista. Irlantilais- ja luxemburgilaisrahastojen saamisista valtaosa on valuuttamääräisiä, lähinnä Yhdysvaltain dollarin ja Englannin punnan määräisiä.

Kokonaisuutena rahamarkkinarahastot ovat Euroopassa pääasiassa institutionaalisten sijoittajien sijoituskohteita, joskin eräissä yksittäisissä maissa niihin sijoittavat varojaan lähinnä yksityissijoittajat. Rahamarkkinarahastojen sijoittajapohjasta merkittävä osa eli yli 30 % koostuu muista rahalaitoksista. Ne suosivat sijoituksissaan usein kiinteähintaisia rahastoja. Huomattava osa eurooppalaisten rahamarkkinarahastojen ja erityisesti irlantilaisien kiinteähintaisten rahastojen sijoittajapohjasta on EU:n ulkopuolisia sijoittajia. Rahamarkkinarahastojen taustayhtiöt ovat usein pankkeja, mikä lisää entisestään rahamarkkinarahastojen kytköksiä muuhun rahoitusjärjestelmään.

Hieman yli 40 % rahamarkkinarahastojen yhteenlasketuista varoista on kiinteähintaisten rahastojen hallussa. Kaksi kolmasosa eurooppalaisista kiinteähintaisista rahastoista on sijoittautunut Irlantiin ja yksi kolmasosa Luxemburgiin. Nämä rahastot ovat pääsääntöisesti paljon suurempia ja riskinotossaan varovaisempia kuin vaihtuvahintaiset rahastot (joiden rahasto-osuuksien arvo vaihtelee markkinahintojen mukaan), ja niiden saamisen maturiteetit ovat lyhyempiä, niiden maksuvalmiusasema parempi ja niiden EU:n ulkopuolinen sijoittajapohja laajempi. On todettava, että CESR:n/EAMV:n vuonna 2010 antamissa suuntaviivoissa rahamarkkinarahastoille asetettiin sijoituskohteeksi hyväksyttäviin omaisuuseriin sekä niiden laatuun ja maturiteettiin sovellettavia vaatimuksia. EJRK:n keräämien tietojen perusteella kiinteähintaisten rahastojen osuuksien nimellisarvon ja markkina-arvon ero oli noin 27 prosentissa tapauksista ylittänyt 10 peruspistettä hiljattain päättyneellä viiden vuoden jaksolla. Yhdessäkään tapauksessa rahastot eivät ilmoittaneet saaneensa taustayhtiöltään tukea.

EJRK:n suositukset

EJRK:n suositukset vastaavat lokakuussa 2012 annettuja IOSCon suosituksia. Niiden ensisijaisena tarkoituksena on vähentää rahamarkkinarahastojen sijoituspaon riskiä ja torjua siten järjestelmäriskkejä. EJRK:n suositusten täydennyksenä on mm. erillisen tiedonkeruun tuloksiin perustuva määrällinen ja laadullinen analyysi, jonka avulla pyritään selvittämään, johtaisiko uudistuksista aiheutuva liiketoimintamallien muutos rahamarkkinarahastojen varojen vakavaan supistumiseen, etenkin kun rahastot jo ennestään kärsivät matalasta korkotasosta. Suositukset koskevat seuraavia neljää aihealuetta.

Pakollinen siirtyminen vaihtuvahintaiseen malliin: Rahamarkkinarahastot tulisi velvoittaa omaksumaan vaihtuvahintaisen rahasto-osuuksien malli, jolloin niistä tulisi enemmän sijoituskohteiden ja vähemmän pankkitalletusten kaltaisia. Tällöin sijoittajien ei kannattaisi niin helposti purkaa rahastosijoituksiaan, hinnoittelu olisi avoimempaa ja keskinäiset kytkökset rahoitusjärjestelmässä vähenisivät. Rahamarkkinarahastoja kehoitetaan lisäksi käyttämään arvostuksessa pääsääntöisesti käypää arvoa ja vain ennalta määrättyissä tapauksissa jaksotettua hankintamenoa.

Maksuvalmiusvaatimukset: Rahamarkkinarahastoilta edellytettävillä päivässä ja viikossa likvideille varoille olisi asetettava yksiselitteiset viikoittaiset vähimmäismäärät. Näin tehostettaisiin maksuvalmiusvaatimuksia. Rahaston hoitajien vastuuta likviditeettiriskin seurannasta tulisi lisätä. Lisäksi rahastokohtaisen tai koko markkinoiden kehityksen aiheuttamista häiriöistä johtuviin maksuvalmiusvaikeuksiin tulisi voida puuttua tehokkaasti esim. keskeyttämällä rahastolunastukset tilapäisesti.

Julkinen tiedottaminen: Rahamarkkinarahastojen markkinointimateriaalissa tulisi mainita selkeästi, että sijoitukset eivät ole pääomatauttuja ja niihin liittyy pääoman menettämisen mahdollisuus. Viittaukset taustayhtiöiden tukeen tai tukivalmiuteen tulisi kieltää, ellei tuesta ole annettu lujaa sitoumusta, jolloin se tulee sisällyttää myös taustayhtiöiden kirjanpitoon ja vakavaraisuusvaatimuksiin. Lisäksi materiaalissa tulisi kertoa arvostuskäytännöistä ja eritoten jaksotettuun hankintameroon perustuvasta arvostuksesta sekä mainita mahdollisuus keskeyttää rahastomerkinntä ja -lunastukset myös häiriöiden aikana.

Tietojen toimittaminen ja jakaminen: Taustayhtiöiden tuesta olisi aina ilmoitettava asiasta vastaaville kansallisille valvontaviranomaisille, joiden tulisi jakaa tiedot muiden asiasta vastaavien kansallisten ja unionin viranomaisten kanssa. Rahamarkkinarahastojen säännöllisiä tiedonantovelvollisuuksia olisi tehostettava ja yhdenmukaistettava. Kansallisten valvontaviranomaisten olisi tarvittaessa jaettava tietoja muiden asiasta vastaavien (kansallisten, ulkomaisten tai unionin) viranomaisten kanssa.

JOHDANTO

EJRK:n suositusten ja tausta-analyysin tarkoituksena on arvioida rahoitusvakauden näkökulmasta, missä määrin IOSCO:n lokakuussa 2012 antamat rahamarkkinarahastoja koskevat suositukset mahdollisesti vaikuttavat EU:n rahamarkkinarahastoihin. Tässä liitteessä tarkastellaan rahoitusvakauden kannalta keskeisimpiä suositusten täytäntöönpanoon liittyviä seikkoja. Näin pyritään tukemaan ja ohjeistamaan EU:n päätöksentekijöitä.

Sekä laadullinen että määrällinen analyysi perustuvat useisiin tietolähteisiin, kuten akateemisiin tutkimuksiin, EJRK:n aiempaan rahamarkkinarahastoja koskevaan työhön, EKP:n tilastoihin sekä EJRK:n erilliseen kyselyyn, jolla kerättiin sellaista yksityiskohtaista tietoa, jota ei ollut saatavilla julkisista lähteistä. EJRK myös järjesti keskustelutilaisuuden, jossa kuultiin markkinaosapuolten näkemyksiä.

Liitteen **osassa I** taustoitetaan EJRK:n suosituksia käymällä läpi rahamarkkinarahastoihin liittyviä viimeaikaisia kansainvälisiä ja EU:n sääntelyhankkeita. **Osassa II** tarkastellaan lyhyesti rahamarkkinarahastoihin liittyvien järjestelmäriskien syitä, joihin suosituksilla pyritään puuttumaan. **Osassa III** analysoidaan rahamarkkinarahastoalan rakennetta Euroopassa ja etenkin niitä tekijöitä, jotka ovat järjestelmäriskin kannalta erityisen merkittäviä. **Osassa IV** käydään läpi kunkin suosituksen taloudelliset perusteet, esitetään tilanearvio ja määritetään noudattamiskriteerit.

I VIIMEAIKAISIA SÄÄNTELYHANKKEITA

I.1 Kansainväliset hankkeet

Kun hiljattaisen finanssikriisin syitä on analysoitu, useat kansalliset sääntelyviranomaiset ja kansainväliset organisaatiot ovat todenneet, että rahamarkkinarahastoalalla tarvitaan rakenteellisia uudistuksia. Soulin huippukokouksessa marraskuussa 2010 G20-maiden johtajat kehittivät finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmää (**Financial Stability Board**, FSB) laatimaan suosituksia varjopankkitoiminnan valvonnan ja sääntelyn vahvistamiseksi. FSB antoi alustavat suositukset 27.10.2011, ja ne vahvistettiin Cannesin G20-huippukokouksessa. FSB totesi suosituksissaan erityisesti, että rahamarkkinarahastojen sääntelyä olisi tehostettava. Se piti yhtenä keskeisenä mahdollisten riskien lähteenä kiinteähintaisia (constant net asset value, CNAV = kiinteä varojen nettoarvo) rahamarkkinarahastoja, jotka pyrkivät pitämään rahasto-osuuksien arvon muuttumattomana. Se totesi, että niihin riskeihin tulisi puuttua kannustamalla/vaativalla rahastoja siirtymään vaihtuvahintaiseen malliin (variable net asset value, VNAV = vaihtuva varojen nettoarvo), asettamalla kiinteähintaisille rahastoille vakavaraisuus- ja maksuvalmiusvaatimuksia sekä toteuttamalla mahdollisesti muitakin toimia. FSB valtuutti kansainvälisen arvopaperimarkkinavalvojen järjestön (IOSCO) arvioimaan mahdollisia sääntelyuudistuksia, joilla voitaisiin lieventää sijoituspaon riskiä ja vaikutuksia rahamarkkinarahastoissa sekä muita järjestelmäriskkejä, samoin kuin laatimaan toimintasuosituksia.

IOSCO antoi rahamarkkinarahastoalan uudistamista koskevat suosituksensa 9.10.2012. Se totesi asiaa koskevassa lehdistötiedotteessa, että IOSCON hallitus päätti hyväksyä suositukset sisältäneen raportin, vaikka valtaosa Yhdysvaltain arvopaperikomission jäsenistä ei kannattanut niiden julkaisemista, sillä muita vastalauseita ei ollut esitetty.

FSB julkaisi 18.11.2012 joukon valmisteluasiakirjoja, joista yksi sisälsi yleiskatsauksen varjopankkitoimintaa koskeviin toimintasuosituksiin. Asiakirjassa FSB kannatti IOSCON suosituksia ja totesi, että niitä noudattamalla voidaan parantaa rahamarkkinarahastojen riskinsietokykyä tehokkaasti ja kattavasti. Se myös kannatti suositusta, että kiinteähintaiset rahamarkkinarahastot tulisi muuntaa vaihtuvahintaisiksi, mikäli mahdollista. Lisäksi FSB totesi, että mikäli muuntaminen ei ole mahdollista, kiinteähintaisten rahastojen vahvistamiseksi vaadittavien varmuustoimien tulisi käytännössä vastata niitä vakavaraisuus-, maksuvalmius- ja vakausvaatimuksia, joilla pankkeja suojataan talletuspaon varalta.

FSB ilmoitti, että se laatii syyskuuhun 2013 mennessä varjopankkitoimintaa koskevat lopulliset suosituksensa ja sisällyttää niihin rahamarkkinarahastoja ja muita neljää tarkastelemaansa aihetta koskevat yksityiskohtaiset suositukset. Rahamarkkinarahastoja koskeva työ on saatu lähes päätökseen, mutta etenkin pankkien kytköksiä varjopankkitoimintaa harjoittaviin toimijoihin sekä arvopaperilainasta ja takaisinostosopimuksia koskevan työn tulokset saattavat vielä vaikuttaa myös rahamarkkinarahastoalan uudistuksiin.

Yhdysvalloissa tehtiin tiettyjä rahamarkkinarahastoalaa koskevia uudistuksia vuonna 2010, ja maan arvopaperikomissio totesi uudistustyön olevan vasta alussa. Lokakuussa 2010 presidentin asettama työryhmä julkaisi raportin, jossa luonnosteltiin uusia toimintavaihtoehtoja, sillä vuoden 2010 uudistukset eivät yksistään olleet riittäviä sijoituspaon välttämiseksi. Tältä pohjalta arvopaperikomissio ryhtyi valmistelemaan uusia rakenteellisia uudistuksia. Arvopaperikomission puheenjohtaja Mary Schapiro kuitenkin ilmoitti 22.8.2012, että valtaosa komission jäsenistä ei kannattaisi asiantuntijoiden ehdotusta rahamarkkinarahastoalan rakenteiden uudistamiseksi.

Kun arvopaperikomissio ei ryhtynyt toimiin, Yhdysvaltain valtiovarainministeri Timothy Geithner pyysi 27.9.2012 maan rahoitusvakaussuostaviranomaista (FSOC) valmistelemaan rahamarkkinarahastoalan uudistuksia, ja 13.11.2012 FSOC esitteli alustavat suosituksensa ja esitti niistä julkisen kannanotopyynnön. Suosituksissa esitetään kolme vaihtoehtoista ratkaisua, jotka eivät välttämättä sulje toisiaan pois: 1) vaihtuvahintaiset rahastot, 2) kiinteähintaiset rahastot, joihin liittyy varantopuskuri osuuksien arvon pitämiseksi vakaana ja määrätty vähimmäisriski, sekä 3) kiinteähintaiset rahastot, joihin liittyy varantopuskuri ja muita ratkaisuja. Kannanotopyynnön tulokset eivät ole vielä tiedossa, eikä myöskään ole varmuutta siitä, ryhtyykö arvopaperikomissio FSOC:n suositteliin toimiin (kun otetaan huomioon edellä mainittu vastahankaisuus).

1.2 Eurooppalaiset hankkeet

Euroopan arvopaperimarkkinoiden valvojen komitea (CESR) – eli Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (EAMV) edeltäjä – julkaisi toukokuussa 2010 suuntaviivoja, joiden tarkoituksena oli luoda käsitteelle ”rahamarkkinarahasto” yhdenmukainen määritelmä Euroopassa ja laatia uusia yhteisiä standardeja, joilla voitaisiin puuttua finanssikriisin paljastamiin heikkouksiin. Suuntaviivoissa esitettiin kaksijakoista mallia, jossa rahamarkkinarahastot luokiteltaisiin ”lyhyiksi rahamarkkinarahastoiksi” ja ”rahamarkkinarahastoiksi” ja jossa asetettaisiin tiukat laatu- ja maturiteettivaatimukset rahaston varojen sijoituskohteille sekä tiukat riskienhallinta- ja tiedotusvaatimukset. CESR:n/EAMV:n suuntaviivat tulivat voimaan heinäkuussa 2011, ja niitä sovelletaan sekä yhteissijoitusyrityksiin että muihin rahastoihin. Olemassa olevilla rahastoilla on puolen vuoden siirtymäaika.

Suuntaviivat kattavat jo valtaosan IOSCON suosituksista. Esimerkiksi IOSCO-suositusten 1–3 mukaisesti suuntaviivoissa esitetään yksiselitteinen rahamarkkinarahastojen määritelmä, tiukat sijoituskohteeksi hyväksyttävien instrumenttien koskevat säännöt (mm. sijoitukset oman pääoman ehtoihin instrumentteihin on kielletty), rajat instrumenttien jäljellä olevalle juoksuajalle sekä rajat salkun painotetulle keskimääräiselle maturiteetille (weighted average maturity, WAM) ja painotetulle keskimääräiselle elinajalle (weighted average life, WAL). Suuntaviivojen voimaantulon jälkeen (eli vuoden 2011 viimeisinä kuukausina) huomattava määrä alun perin rahamarkkinarahastoina markkinoituja rahastoja nimettiin uudelleen ja luokiteltiin muihin rahastoluokkiin.

Likviditeetinhallintaa (IOSCO-suositukset 6–8) koskeva EU-lainsäädäntö on nykyiselläänkin vahva: yhteissijoitusyrityksiä (eli siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä) koskevan direktiivin 2010/43/EU ja vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevan direktiivin 2011/61/EU nojalla on jo toteutettava säännöllisiä stressitestejä.

Lisäksi yhteissijoitusyhtiöitä koskevassa lainsäädännössä säädetään jo riskien hajauttamisesta, riskien rajaamisesta sekä sijoituskelpoisuusvaatimuksista.

CESR:n/EAMV:n suuntaviivat eivät kuitenkaan kata kaikkia IOSCON suosituksia eikä niissä tartuta kaikkiin ongelmiin, jotka IOSCON mukaan liittyvät rakenteellisesti rahamarkkinarahastoihin. Huomionarvoista on etenkin, että lyhyet rahamarkkinarahastot saavat säilyttää kiinteähintaisten osuuksien mallin. Rahamarkkinarahastot voivat myös käyttää jaksotettuun hankintamenuun perustuvaa arvostusta sellaisten instrumenttien kohdalla, joiden jäljellä oleva maturiteetti on enintään 397 päivää, mikä voi aiheuttaa riskejä ja vähentää hinnoittelun avoimuutta. Lisäksi sääntelyviranomaisten saatavilla ei ole tietoja mahdollisesta taustayhtiöiden tuesta, sillä se ei tällä hetkellä kuulu sääntelyn piiriin eikä siitä ole velvollisuutta raportoida.

EU-lainsäädännön täydennykseksi **rahastosektorin** keskuudessa on kehitetty hyviä käytäntöjä alan kattojärjestön (Institutional Money Market Funds Association, IMMFA) käytäntönsäätöjen mukaisesti. Käytäntönsäätöjen mukaan kiinteähintaisten rahamarkkinarahastojen on seurattava julkaistujen rahasto-osuushintojen ja markkinahintoihin perustuvien arvostusten (ns. varjohintojen) eroa vähintään viikoittain. Rahastoilla tulisi olla (lähinnä sisäiseen raportointiin perustuvat) menettelyt, jotka käynnistyvät, kun ero ylittää 10 peruspistettä, ja edelleen tehostuvat, kun ero ylittää 20 peruspistettä ja 30 peruspistettä. Kun markkina-arvo alittaa nimellisarvon 50 peruspisteellä, rahaston arvon katsotaan alentuneen pysyvästi ja asiasta on ilmoitettava IMMFA:lle.

Komissio on kartoittamassa uusien sääntelyuudistusten tarvetta. Varjopankkitoiminnasta vuonna 2012 antamassaan vihreässä kirjassa komissio korostaa rahamarkkinarahastojen asemaa tässä toiminnassa. Komissio julkaisi vuonna 2012 myös tulevaa sijoitusrahastojen sääntelyä koskevan tausta-asiakirjan. Asiakirjassa muun muassa pohditaan kiinteä- ja vaihtuvahintaisten rahamarkkinarahastojen kysymystä sekä käsitellään rahamarkkinarahastojen arvostusmenettelyjä, merkitystä järjestelmäriskien kannalta sekä luottoluokitusten käyttöä. Komissio antanee vielä vuoden 2013 ensimmäisen neljänneksen aikana rahamarkkinarahastoja koskevan säädösehdotuksen. Lisäksi **Euroopan parlamentin** talous- ja raha-asioiden valiokunta antoi lokakuussa 2012 varjopankkitoiminnasta mietinnön, jossa kannatettiin IOSCON suosituksia ja ehdotettiin kiinteähintaisille rahastoille rajattua pankkitoimilupaa.

Jäljempänä osoitetaan, että Euroopan rahamarkkinarahastosektorilla on myös merkittävä kansainvälinen ulottuvuus. Rahamarkkinarahastoihin liittyvien järjestelmäriskien hillitsemiseen tähtäävissä kansainvälisissä ja eurooppalaisissa sääntelyhankkeissa pitääkin kyetä hallitsemaan riskejä, joita saattaa aiheutua sääntelyeroista.

II RAHAMARKKINARAHASTOJEN MERKITYS RAHOITUSVAKAUDEN KANNALTA

Rahamarkkinarahastot kuuluvat tärkeimpiin varjopankkitoimintaa harjoittaviin toimijoihin (FSB, 2011). Niihin sovelletaan sijoitustuotteina arvopaperilainsäädäntöä, mutta pankkien tavoin nekin muuntavat omaisuuseriä maturiteetiltaan ja likvidiydeltään toiseen muotoon ja sijoittajat pitävät niitä (varsinkin kiinteähintaisia rahastoja) turvallisina vaihtoehtoina pankkitalletuksille. Saattaa kuitenkin olla, että rahamarkkinarahastojen hallussa olevat omaisuuserät ovat liian epälikvidejä ja niiden maturiteetti liian pitkä, jotta niillä voitaisiin kattaa rahastolunastuksia. Niihin voi myös liittyä sijoittajariskejä. Toisin kuin pankeilla, rahamarkkinarahastoilla ei ole suojanaan julkista turvaverkkoa. Niillä ei pääsääntöisesti myöskään ole eksplisiittisiä takeita taustayhtiöidensä tuesta, vaikka useassa tapauksessa taustayhtiöt ovatkin jälkikäteen tukeneet vaikeuksissa olevia rahastoja.

Useissa (etenkin Yhdysvaltain markkinoita koskevissa) tutkimuksissa on todettu, että rahamarkkinarahastot ovat luonteensa ja toimintatapansa vuoksi alttiina toimintaa horjuttavan rahastosijoituspaon riskille. Sijoituspaiko voi myös levitä nopeasti rahastosta toiseen. Riski voi heikentää maksuvalmiusasemaa ja lyhytaikaisten luottojen saatavuutta entisestään varsinkin niiden pankkien kohdalla, joille rahamarkkinarahastot ovat merkittävä rahoituslähde. ⁽¹⁾ Sijoituspaon riskin taustalla on pääasiassa se, että sijoittajille on edullisinta kotiuttaa sijoituksensa ensimmäisten joukossa ja että taustayhtiöiden mahdollisesta harkinnanvaraisesta tuesta ei ole varmuutta.

II.1 Varhaisen rahastolunastuksen etu

Rahastosijoituksensa ensimmäisten joukossa purkavilla on etu puolellaan kaikissa sijoitusrahastoissa, mutta merkittävänä sitä pidetään lähinnä kiinteähintaisten rahamarkkinarahastojen kohdalla, sillä ne lunastavat rahasto-osuudet välittömästi kiinteään tasahintaan (esim. 1 euro/osuus tai 1 Yhdysvaltain dollari / osuus). ⁽²⁾ Riskinä on siis, että rahasto-osuuksien

⁽¹⁾ Ks. myös FSOC (2012), s. 17–28, jossa esitetään järjestelmäriskianalyysi ja luodaan katsaus muihin akateemisiin tutkimuksiin, joita ovat mm. Baba et al. (2009); Duygan-Bump et al. (vielä julkaisematon); Gordon ja Gandia (2012); Gorton ja Metrick (2010), s. 261–297; Kacperczyk ja Schnabl (2012); McCabe (2010); McCabe et al. (2012); Rosengren (2012); Scharfstein (2012); Squam Lake Group (2011).

⁽²⁾ Ks. EJRK:n Occasional Paper -julkaisu (2012) sekä julkaisu FSB (2011), FSOC (2012), IOSCO (2012), Baba et al. (2009), Gorton ja Metrick (2010) sekä McCabe (2010).

hinnat eivät vastaa rahaston varojen sijoitusten käypää arvoa tilanteissa, joissa markkinoilla on häiriöitä tai omaisuuserien laadusta esiintyy epäilyksiä. Varhaisen kotiuttamisen etuna on, että osuudet lunastetaan aluksi nimellisarvoonsa, vaikka käypä arvo saattaakin olla sitä alhaisempi. Tällöin tappiot siirtyvät muille osuudenhaltijoille, ja sijoituksensa myöhässä purkavilla tappiot ovat suhteettoman suuret. Ilmiö saattaa edistää rahaston toimintaa horjuttavan rahastosijoituspaon syntymistä. Epävarmuus rahaston varojen laadusta voi saada sijoittajat purkamaan rahastosijoituksiaan silloinkin, kun niiden käypä arvo ei poikkea nimellisarvosta. Varsinkin institutionaaliset sijoittajat kotiuttavat herkästi rahastosijoituksiaan, sillä ne karttavat riskejä ja reagoivat usein nopeammin ja laajemmalla mittakaavalla kuin yksityissijoittajat. Rahastojen kiinteähintaisuus voi kasvattaa epävakauden riskiä siinä mielessä, että osa sijoittajista pitää rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksia riskittöminä käteisen vastineina ja uskoo, että ne lunastetaan aina nimellisarvoonsa. Tällöin rahastosijoituspaon riski on sitäkin suurempi, jos rahaston varojen käypä arvo laskee alle nimellisarvon eli rahasto ei täytäkään odotuksia riskittömyydestä.

Varhaisen lunastamisen edut liittyvät lähinnä kiinteähintaisiin rahastoihin, mutta finanssikriisistä on opittu, että myös **vaihtuvahintaisiin rahamarkkinarahastoihin** sijoittaneilla voi olla perusteet purkaa rahastosijoituksensa mahdollisimman varhain.⁽¹⁾ Rahamarkkinarahastojen päivittäinen likvidiys ei ole 100 %, joten joskus voi todella käydä niin, että kaikkia rahastolunastuksia ei voida toteuttaa. Tällöin sijoittajien saattaa (rahastotyypistä riippumatta) kannattaa purkaa rahastosijoituksensa mahdollisimman nopeasti, sillä lunastusten lisääntyessä rahasto voi joutua myymään vähemmän likvidejä omaisuuseriään, kenties tappiollakin. Rahastosijoituspakoa saattaa vauhdittaa myös arvostukseen liittyvä epävarmuus, joka on mahdollinen myös vaihtuvahintaisten rahastojen kohdalla.

II.2 Taustayhtiöiden tuki

Useissa tutkimuksissa on osoitettu, että ulkopuolista tukea on esiintynyt kautta rahamarkkinarahastojen historian.⁽²⁾ Moody's on todennut yli 200 kiinteähintaisen rahamarkkinarahaston Yhdysvalloissa ja Euroopassa saaneen taustayhtiöltään tukea vuosina 1980–2009. Suurinta tuki oli vuosina 2007–2009, jolloin yli 60 rahastoa (36 Yhdysvalloissa ja 26 Euroopassa) tarvitsi tukea pääasiassa maksuvalmiusongelmien sekä luottokelpoisuuden heikkenemisen tai maksukyvyttömyystapausten vuoksi. Moody'sin tiedossa on ainakin 20 prime-rahastoa hoitavaa yhdysvaltalaista ja eurooppalaista rahastoyhtiötä, jotka käyttivät yhteensä noin 12 miljardia Yhdysvaltain dollaria kiinteähintaisen rahastojensa arvon säilyttämiseen. Lisäksi vähintään kaksi rahastoyhtiötä turvautui emoyhtiönsä taseeseen ja Yhdysvaltain keskuspankin tarjoamiin järjestelyihin kattaakseen rahastolunastukset, ja kaksi muuta rahastoyhtiötä kirjasi rahamarkkinarahastojensa varat konsolidoidusti omaan taseeseensa (ks. myös EJRJK:n Occasional Paper -julkaisu vuodelta 2012).

Reserve Primary Fund -rahaston romahdus Yhdysvalloissa on osoitus siitä, että taustayhtiön harkinnanvaraiseen tukeen ei välttämättä voi luottaa. Lehman Brothers -investointipankin ajaututtua vararikkoon rahasto ei pystynyt säilyttämään rahasto-osuuksiensa arvoa ennallaan, vaan se painui alle yhden Yhdysvaltain dollarin (Lehman Brothers -positio muodosti 1,2 % sen varojen nettoarvosta). Arvonmenetyksä sai aikaan välittömän sijoituspaon rahastosta, ja ilmiö levisi laajemminkin Yhdysvaltain rahamarkkinarahastoihin, joista kotiutettiin vain muutamassa päivässä erittäin paljon varoja. Reserve Primary Fund -rahasto ei lopulta saanut tukea rahastoyhtiöltään, mikä saattoi aiheuttaa yleistä epävarmuutta taustayhtiöiden tuesta ja kiihdyttää sijoituspakoa rahamarkkinarahastoista. Kaiken kaikkiaan tapahtumat aiheuttivat häiriöitä yritystodistusten markkinoilla. Yhdysvaltain viranomaiset joutuivat puuttumaan tilanteeseen eli mm. luomaan kaksi uutta likvideittijärjestelyä ja parantamaan talletussuojajärjestelmän kattavuutta.

Aineiston perusteella taustayhtiöiden tuki on siis ollut tarkastelujaksolla merkittävää. Tukeen ei kuitenkaan voi välttämättä luottaa, ja epävarmuus sen saatavuudesta on viimeaikaisen kriisin aikana saattanut edistää rahastosijoituspakoa. McCabe (2011) sekä Gordon ja Gandia (2012) ovat osoittaneet, että taustayhtiön tukivalmiudella on merkittävä vaikutus sijoittajien käyttäytymiseen. Gordonin ja Gandian tutkimuksen mukaan rahasto-osuuksien lunastukset ja rahastosijoituspaon riski olivat merkittävästi suurempia sellaisissa kiinteähintaisissa rahastoissa, joita hoitavan tai tukevan taustayhtiön vakaudesta esiintyi epäilyksiä. Lisäksi analytiikot ja luottoluokitukset saattavat ottaa arvioissaan huomioon

⁽¹⁾ Ks. Scott (2012), jonka mukaan ranskalaiset vaihtuvahintaiset sijoitusrahastot menettivät vuoden 2007 heinäkuun ja syyskuun välisenä aikana noin 40 % varoistaan. Rahastot eivät tosin olleet Ranskan lainsäädännössä määriteltyjä rahamarkkinarahastoja, vaan niitä markkinoitiin "tehostettuina rahamarkkinarahastoina".

⁽²⁾ Ks. Brady (2012) ja Moody's (2010). Lisäksi IOSCON raportista (huhtikuu 2012) käy ilmi, että Yhdysvaltain arvopaperikomission asiantuntijoiden arvioiden mukaan lähes 20 % kaikista rahamarkkinarahastoista sai vuoden 2007 elokuun ja vuoden 2008 lopun välisenä aikana tukea varainhoitoyhtiöltään tai tytäryhtiöltään.

rahastoyhtiöiden taseen ja vakavaraisuuden, joten tuen harkinnanvaraisuus ja riippuvuus rahastoyhtiön tukivalmiudesta voivat aiheuttaa epävarmuutta markkinaosapuolten keskuudessa ja lisätä siten sijoituspaon riskiä rahamarkkinarahastoissa. Yleisesti ottaen sellaista järjestelmää, joka riippuu ulkopuolisesta harkinnanvaraisesta tuesta, voidaan pitää epävakaina, sillä takuun antaja ei kirjaa implisiittisestä järjestelystä aiheutuvia kustannuksia taseeseensa (McCabe, 2011).

II.3 Tämänhetkinen taloustilanne

Tämänhetkinen alhainen korkotaso herättää epäilyksiä kiinteähintaisten rahamarkkinarahastojen kyvystä säilyttää rahasto-osuuksiensa arvo kiinteänä. Euroopan rahamarkkinarahastot ovat sijoittaneet runsaasti varoja lyhytaikaisiin velkainstrumentteihin. EKP:n laskettua ohjaukorkojaan heinäkuussa 2012 näiden instrumenttien tuotot supistuivat nopeasti ja muuttuivat jopa negatiivisiksi. Kiinteähintaisten rahastojen rakenne ei kestä tappioita, joten osa näiden rahastojen hoitajista joutui keskeyttämään rahastomerkinnät ja osassa rahastoista annettiin rahasto-osuuksien arvon vaihdella ainakin välillisesti. Joissakin tapauksissa rahasto-osuuksien hintaa ei alennettu, vaan kunkin sijoittajan hallussa olevien osuuksien määrää supistettiin sijoittajakohtaisten todellisten tappioiden verran. Esimerkiksi JPMorgan Chase ilmoitti lokakuussa 2012 toimivansa tällä tavalla kahden suuren eurooppalaisen rahamarkkinarahastonsa tappioiden suhteen (Euro Liquid Fund, jonka hallussa on 4 miljardin euron varallisuus, ja Government Liquidity Fund, jonka hallussa on 13 miljardin euron varallisuus). Rahastoissa otettiin käyttöön joustavat osuudet, joiden myötä osuuksien arvo pysyy kiinteänä (1 euro/osuus) mutta toimintakulut ja mahdolliset negatiiviset tuotot katetaan vähentämällä osuuksien määrää.

III RAHAMARKKINARAHASTOSEKTORIN RAKENNE EUROOPASSA

Tässä osassa tarkastellaan Euroopan rahamarkkinarahastosektoria yksityiskohtaisesti kvantitatiivisen analyysin pohjalta. Tarkoituksena on arvioida rahamarkkinarahastojen merkitystä rahoitusvakauden kannalta (aihetta käsiteltiin käsitetasolla edellisessä osassa) sekä osassa IV esitettävien EJRK:n suositusten mahdollisia vaikutuksia.

EKP:n tilastojen mukaan Euroopan rahamarkkinarahastojen hallussa oli kesäkuussa 2012 noin 1 000 miljardin euron varallisuus. Määrä on lähes yhtä suuri kuin vuonna 2011 mutta pienempi kuin vuonna 2008, jolloin se oli enimmillään eli 1 400 miljardia euroa. Rahastojen määrä pieneni niin ikään ja oli vuoden 2012 kesäkuussa 1 171 (vuonna 2011 yli 1 300). Osa vähenemisestä johtui rahastosektorin tiivistymisestä CESR:n/EAMV:n suositusten täytäntöönpanon myötä (ks. osa I.2).

Euroopan rahamarkkinarahastosektori on keskittynyt 95-prosenttisesti kolmeen maahan: ranskalaisten rahastojen hallussa on 39 %, luxemburgilaisten rahastojen hallussa 31 % ja irlantilaisten rahastojen hallussa 25 % sektorin kokonaisvarallisuudesta. Euroalueella rahamarkkinarahastojen osuus koko sijoitusrahastosektorin hallussa olevasta varallisuudesta oli kesäkuussa 2012 noin 15 %. Osuus oli suurin Ranskassa (noin 38 %), Irlannissa (noin 32 %) ja Luxemburgissa (11 %). EU:n rahamarkkinarahastojen varallisuus vastaa kuitenkin vain 2,5:tä prosenttia euroalueen rahalaitosten (pl. keskuspankit) yhteenlasketuista saamisista.

III.1 EJRK:n erilliskysely

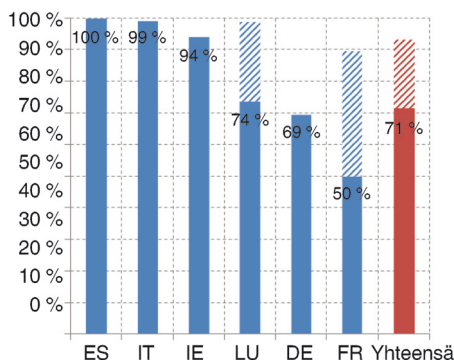
EKP:n tilastoista ei saa kovin yksityiskohtaista tietoa rahamarkkinarahastoista, joten saadakseen aiheesta monisyisemmän kuvan EJRK toteutti erillisen kyselyn ja käytti myös rahastokohtaisia tietoja. Kysely toteutettiin Espanjassa, Irlannissa, Italiassa, Luxemburgissa, Ranskassa ja Saksassa. Tietoja kerättiin mahdollisuuksien mukaan, ja ne koskevat tilannetta vuoden 2012 kesäkuun lopussa. Näin saatiin tasetietoja eriteltyinä rahastotyypeittäin (kiinteähintaisten rahastot, vaihtuvahintaisten lyhyet rahastot ja muut vaihtuvahintaisten rahastot), mikä ei ole mahdollista EKP:n tilastojen pohjalta. Lisäksi kysely tuotti tietoja kiinteähintaisten rahastojen varjohinnoista kesäkuun 2007 ja kesäkuun 2012 väliseltä ajalta.

EJRK:n kysely kattaa 71 % rahamarkkinarahastoista kyselyn toteutusmaissa (rahastojen saamisen määrällä mitattuna; tiedot perustuvat EKP:n tilastoihin).⁽¹⁾ Lisäksi kerättiin kokonaistietoja, jotka kattavat vielä 22 % toteutusmaiden rahamarkkinarahastoista. Nämä tiedot on eritelty vain rahastotyyppin, rahaston hoitajan ja rahaston hallussa olevien varojen määrän mukaan (ks. **kuvio 1**). Kaikkiaan kyselystä saadut tiedot siis kattavat 93 % kuuden toteutusmaan rahamarkkinarahastosektorista (ja 89 % EU:n rahamarkkinarahastoista).

⁽¹⁾ Velkojen suhteen kattavuus on pienempi, sillä Saksaan sijoittautuneiden rahamarkkinarahastojen sijoittajapohjasta ei saatu tietoja.

Kuvio 1

EJRK:n kyselyn kattavuus maittain (%)

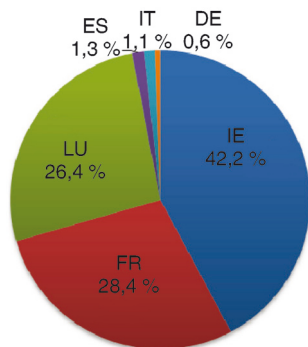


Lähteet: EJRK:n kysely ja EKP.

Huom. Kunkin maan kohdalla tavoitteena oli noin 75 prosentin kattavuus rahastojen hallussa olevien varojen määrällä mitattuna. Palkkien raidoituksesta osuudesta saatiin vain osittaiset tiedot (eli vain rahastotyyppi). Kattavuus on itse asiassa suurempi, kun otetaan huomioon, että osa tiedoista on päällekkäisiä (esim. Ranskan kohdalla kattavuus on 60 %, jos ei oteta huomioon rahastojen rahastoja eikä kohde- ja syöttörahoja).

Kuvio 2

Otoksen prosenttijakauma (hallussa olevien varojen mukaan)



Lähde: EJRK:n kysely.

Huom. Luvuissa ovat mukana vain ne rahastot, joista saatiin kattavat tiedot.

Kyselyn perusteella Euroopan rahamarkkinarahastojen kokonaisvaroista noin 43 % (eli 433 miljardia euroa) on kiinteähintaisten rahastojen hallussa. Irlantilaisrahastojen osuus tästä on noin kaksi kolmannesta (272 miljardia euroa) ja luxemburgilaisrahastojen osuus yksi kolmannes (161 miljardia euroa). Ranskaan sijoittautuneet rahamarkkinarahastot ovat valtaosin vaihtuvahintaisia lyhyitä rahastoja (osuus 47 %) ja muita vaihtuvahintaisia rahastoja (osuus 36 %). Espanjassa, Italiassa ja Saksassa rahamarkkinarahastot ovat lähes poikkeuksetta vaihtuvahintaisia. Jako kiinteä- ja vaihtuvahintaisiin rahastoihin perustuu kuitenkin kyselyyn osallistuneiden rahastojen omaan luokitteluun, sillä kiinteä- ja vaihtuvahintaisille rahastoille ei ole selkeää oikeudellista tai tilastollista määritelmää ja joissakin rahastoissa on kummankintyyppisiä osuuksia.

Kyselyssä oli mukana 123 Luxemburgiin tai Irlantiin sijoittautunutta kiinteähintaista rahastoa, mikä on 13 % kyselymaiden rahastojen lukumäärästä. Niiden hallussa on kuitenkin 45 % kaikista näiden maiden rahamarkkinarahastojen varoista (ks. **taulukko 1**). Kyselyssä oli mukana myös 330 vaihtuvahintaista rahastoa (joista 124 lyhyitä) kyselymaista.

Taulukko 1

Rahastojen varat ja lukumäärä rahastotyyppin ja sijaintimaan mukaan (milj. euroa)

	Ranska		Irlanti		Luxemburg		Espanja		Italia		Saksa		Otos yhteensä	
	Rahastoja	Varat	Rahastoja	Varat	Rahastoja	Varat	Rahastoja	Varat	Rahastoja	Varat	Rahastoja	Varat	Rahastoja	Varat
KH	0	0	65	272,992	58	160,976	0	0	0	0	0	0	123	433,968
	0,0 %	0,0 %	66,3 %	88,2 %	19,5 %	64,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,8 %	44,4 %
VH lyhyt	111	185,800	3	11,701	6	23,409	4	208	0	0	0	0	124	221,118
	25,5 %	47,0 %	3,1 %	3,8 %	2,0 %	9,3 %	5,6 %	2,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,9 %	22,6 %
VH	95	141,840	6	8,707	7	19,375	67	8,774	13	7,855	18	4,213	206	190,763
	21,8 %	35,9 %	6,1 %	2,8 %	2,3 %	7,7 %	94,4 %	97,5 %	92,9 %	99,0 %	37,5 %	69,3 %	21,4 %	19,5 %
Muu VH	229	67,703	24	16,089	228	46,849	0	18	1	79	30	1,864	512	132,603
	52,6 %	17,1 %	24,5 %	5,2 %	76,5 %	18,7 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	53,1 %	13,6 %
UCITS	150	264,000	73	290,696	20	173,908	71	8,981	13	7,855	8	2,864	335	748,303
	34,5 %	66,8 %	74,5 %	93,9 %	6,7 %	69,4 %	100,0 %	99,8 %	92,9 %	99,0 %	16,7 %	47,1 %	34,8 %	76,5 %
Ei-UCITS	56	66,443	1	2,705	4	10,577	0	0	0	0	10	1,349	71	81,074
	12,9 %	16,8 %	1,0 %	0,9 %	1,3 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	20,8 %	22,2 %	7,4 %	8,3 %
Ei tietoja	229	64,900	24	16,070	274	66,125	0	18	1	79	30	1,864	558	149,056
	52,6 %	16,4 %	24,5 %	5,2 %	91,9 %	26,4 %	0,0 %	0,2 %	7,1 %	1,0 %	62,5 %	30,7 %	57,9 %	15,2 %
Yhteensä	435	395,343	98	309,471	298	250,610	71	8,999	14	7,934	48	6,077	964	978,434

Lähteet: EJRK:n kysely ja EKP.

Huom. Luokan "Yhteensä" tiedot on saatu EKP:n kokoamista rahamarkkinarahastojen tasetilastoista ja rahalaitosluettelosta. Luokka "Muu VH" sisältää ne vaihtuvahintaiset rahastot, joita kysely ei kata. Ranskan kohdalla luokka "Ei tietoja" kattaa työntekijärahastot, syöttörahasot, rahastojen rahastot ja yhden sijoittajan tai rajallisen sijoittajajoukon rahastot, jotka voivat olla joko yhteissijoitusyrityksiä ("UCITS") tai muita rahastoja ("Ei-UCITS").

III.2 Rahamarkkinarahastojen varat

EKP:n tilastojen perusteella rahamarkkinarahastot sijoittavat pääasiassa rahalaitossektorin instrumentteihin. EJRK:n kyselyn tulokset vahvistavat kuvaa: niiden mukaan keskimäärin 75 % rahamarkkinarahastojen saamisista on rahalaitoksilta. Eri rahastotyyppien välillä ei pääsääntöisesti ole suuria eroja sijoitusjakaumassa (ks. taulukko 2 ja kuvio 4). Saamiset yrityssektorilta muodostavat verrattain pienen osan (10 %) kokonaissaamisista. Lisäksi yritysten velkapapereiden merkitys rahamarkkinarahastojen sijoitussalkuissa on EKP:n tilastojen mukaan pienentynyt viime vuosina (ks. kuvio 3). CESR:n/EAMV:n suuntaviivoissa rahastojen sijoituskohteille on asetettu liikkeeseenlaskijan luottoluokitusta koskevia vähimmäisvaatimuksia. Eurooppalaisten rahamarkkinarahastojen sijoitukset ovatkin keskittyneet: niiden salkuissa on runsaasti verrattain harvojen hyvän luottoluokituksen saaneiden pankkien ja pankkisektorin ulkopuolisten liikkeeseenlaskijoiden instrumentteja (ks. FitchRatings, 2012).

Taulukko 2

Eri rahastotyyppien sijoitusjakauma liikkeeseenlaskijan toimialan mukaan (prosenttiosuus kokonaisvaroista)

	Rahalaitokset	Yritykset	Julkisyhteisöt	Muut rahoituslaitokset
1. KH	73,9 %	9,7 %	13,7 %	2,7 %
2. VH lyhyt	79,7 %	11,2 %	8,4 %	0,7 %

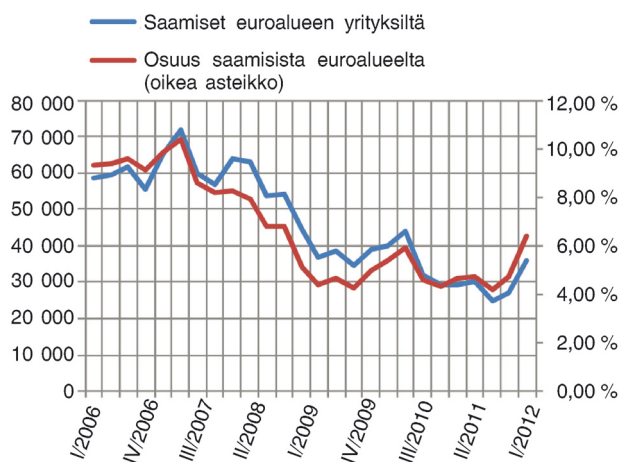
	Rahalaitokset	Yritykset	Julkisyhteisöt	Muut rahoituslaitokset
3. VH (pl. VH lyhyt)	74,7 %	7,9 %	16,0 %	1,4 %
1. UCITS	75,4 %	9,3 %	13,2 %	2,1 %
2. Ei-UCITS	73,7 %	12,6 %	12,5 %	1,2 %
Kysely yhteensä	75,2 %	9,6 %	13,1 %	2,1 %
Kaikki (EKP:n tiedot)	75,5 %	6,6 %	11,1 %	6,9 %

Lähteet: EJRK:n kysely ja EKP.

Huom. Luokassa "Kaikki (EKP:n tiedot)" ovat mukana vain euroalueella olevat vastapuolet.

Kuvio 3

Rahamarkkinarahastojen saamiset yrityksiltä euroalueella (milj. euroa ja prosenttiosuus)



Lähteet: EKP.

Huom. Osuus saamisista euroalueelta: rahamarkkinarahastojen saamiset euroalueen yrityksiltä suhteessa niiden kokonaissaamiin euroalueelta.

Taulukko 2 osoittaa rahamarkkinarahastojen toimivan tärkeänä rahoituslähteenä etenkin pankkisektorille (verrattuna muihin toimialoihin). EKP:n kokoamien arvopaperiemissiotilastojen perusteella rahamarkkinarahastot ovat euroalueen rahalaitoksille merkittävä lyhytaikaisen (eli alle vuoden mittaisen) rahoituksen lähde, sillä niiden hallussa on noin 40 % pankkien liikkeeseen laskemista lyhytaikaisista velkapapereista (ks. taulukko 3).

Taulukko 3

Euroalueen rahamarkkinarahastojen hallussa olevat euroalueen rahalaitosten lyhyet velkapaperit (milj. euroa, prosenttiosuus velkapaperiemissioista)

Vuosineljännes	Rahamarkkinarahastojen hallussa	Velkapaperiemissiot	Osuus
2/2010	320 802	734 187	43,7 %
3/2010	314 738	743 246	42,3 %
4/2010	299 593	572 050	52,4 %
1/2011	289 694	617 695	46,9 %
2/2011	245 488	582 244	42,2 %
3/2011	238 795	613 012	39,0 %

Vuosineljännes	Rahamarkkinarahastojen hallussa	Velkapaperiemissiot	Osuus
4/2011	228 310	702 274	32,5 %
1/2012	258 594	710 553	36,4 %
2/2012	254 974	677 840	37,6 %

Lähde: EKP.

Ranskaan sijoittautuneilla vaihtuvahintaisilla rahamarkkinarahastoilla on lisäksi huomattavia saamia oman maansa rahalaitoksilta (pankeilta ja muilta rahamarkkinarahastoilta) ja Irlantiin sijoittautuneilla kiinteähintaisilla rahastoilla puolestaan EU:n ulkopuolisilta rahalaitoksilta (ks. **taulukko 4** ja **kuvio 4**). Luxemburgiin sijoittautuneet rahastot sijoittavat enemmän toisten EU-maiden rahalaitosten instrumentteihin, ja Espanjassa, Italiassa ja Saksassa rahamarkkinarahastot suosivat suhteessa enemmän oman maansa julkisyhteisöjen instrumentteja.

Taulukko 4

Rahamarkkinarahastojen sijoituksia rahaston sijainnin ja tyyppin sekä liikkeeseenlaskijan toimialan ja sijainnin mukaan (milj. euroa)

	Irlannin kiinteähintaiset rahastot				
	RL	Yritys	J-YHT	Muu RL	Yhteensä
Kotim.	12 661	1 531	57	2	14 251
Muu EU	75 205	4 644	6 997	808	87 654
Muu maa	127 647	18 440	19 188	6 213	171 488
Yhteensä	215 513	24 615	26 242	7 023	273 393

	Luxemburgin kiinteähintaiset rahastot				
	RL	Yritys	J-YHT	Muu RL	Yhteensä
Kotim.	965	0	446	0	1 411
Muu EU	57 262	9 463	6 237	3 631	76 593
Muu maa	32 954	6 101	23 906	735	63 696
Yhteensä	91 181	15 564	30 589	4 367	141 700

	Ranskan vaihtuvahintaiset rahastot				
	RL	Yritys	J-YHT	Muu RL	Yhteensä
Kotim.	109 905	12 087	4 709	555	127 256
Muu EU	53 949	11 218	1 732	50	66 949
Muu maa	3 100	678	0	0	3 778
Yhteensä	166 954	23 983	6 441	605	197 982

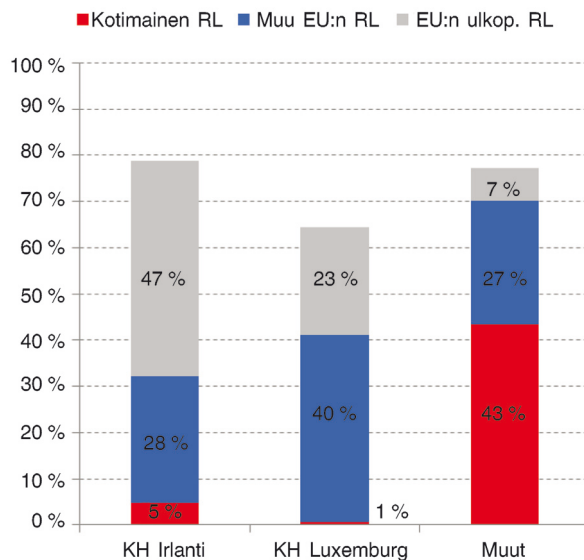
	Saksan, Italian ja Espanjan rahastot				
	RL	Yritys	J-YHT	Muu RL	Yhteensä
Kotim.	6 390	213	10 093	101	16 797
Muu EU	1 887	338	1 345	136	3 706
Muu maa	284	54	237	8	583
Yhteensä	8 561	604	11 675	245	21 086

Lähde: EJRK:n kysely.

Huom. Mukana olevien rahastojen hallussa on 65 % kyselyn toteutusmaissa toimivien rahamarkkinarahastojen kokonaisvaroista.

Kuvio 4

Saamiset rahalaitoksilta alkuperäalueen mukaan (prosenttiosuus)



Lähde: EJRK:n kysely.

Huom. Luokka "Muut" sisältää Ranskan, Italian, Espanjan ja Saksan rahastot sekä Irlannin ja Luxemburgin vaihtuvahintaiset rahastot. Mukana ovat kaikki EJRK:n kyselyn kattamat rahastot. Niiden hallussa on noin 70 % EU:n rahamarkkinarahastojen kokonaisvaroista.

Kyselyn tulokset osoittavat, että rahamarkkinarahastojen merkittävien sijoituskohteiden sijasta rahamarkkinainstrumentit (yritys- ja talletustodistukset; ks. taulukko 5). Käänteiset takaisinostosopimukset (joiden avulla rahamarkkinarahastot tarjoavat likviditeettiä vakuuksia vastaan) muodostavat vain 9 % kokonaisvaroista, ja vastapuolena on lähes yksinomaan muita rahalaitossektorin toimijoita. Omaisuusvakuudellisten arvopapereiden osuus on häviävän pieni. Käteisen (eli erääntymisajattomien talletusten) osuus kokonaisvaroista on otoksessa 6,6 %. Irlantiin sijoittautuneilla kiinteähintaisilla rahastoilla se on kuitenkin suurempi (11 %) kuin muilla rahastoilla (esim. Luxemburgiin sijoittautuneilla kiinteähintaisilla rahastoilla 2 % ja Ranskaan sijoittautuneilla vaihtuvahintaisilla lyhyillä rahastoilla 2,5 %).

Taulukko 5

Sijoitukset rahasto- ja omaisuuserätyypin mukaan (prosenttiosuus)

	Käteinen	Rahamarkkinainstrumentit		Käänteiset repot		Omaisuusvakuudelliset arvopaperit	Julkisyhteisöjen velka	Muut instrumentit / ei tietoja
			josta rahalaitosten papereita		josta rahalaitosten kanssa			
1. KH	7,9 %	58,1 %	48,9 %	11,4 %	11,3 %	1,1 %	13,7 %	7,9 %
2. VH lyhyt	4,0 %	77,5 %	67,3 %	5,8 %	5,8 %	0,1 %	8,4 %	4,5 %
3. VH (pl. VH lyhyt)	5,3 %	66,5 %	59,1 %	5,3 %	5,2 %	0,0 %	16,1 %	7,0 %
1. UCITS	6,4 %	62,9 %	54,1 %	9,7 %	9,6 %	0,7 %	13,2 %	7,3 %
2. Ei-UCITS	8,9 %	73,6 %	61,1 %	1,2 %	1,2 %	0,1 %	12,6 %	4,1 %
Yhteensä	6,6 %	63,7 %	54,7 %	9,0 %	9,0 %	0,7 %	13,1 %	7,0 %

Lähde: EJRK:n kysely.

Huom. Prosenttiosuudet otoksessa mukana olleiden rahastojen kokonaisvaroista. Luokka "Käteinen" sisältää erääntymisajattomat pankkitalletukset. Määräaikaistalletukset sisältyvät luokkaan "Muut instrumentit".

Kyselyssä selvitetiin myös rahamarkkinarahastojen varojen maturiteetteja. Kiinteähintaisilla rahastoilla maturiteetit ovat lyhyempiä kuin muuntyyppisillä rahastoilla, mikä kertonee varovaisesta maksuvalmiuspolitiikasta. Esimerkkinä mainittakoon, että kiinteähintaisien rahastojen hallussa olevista varoista eräänny viikon sisällä noin 39 % (133 miljardia euroa) mutta (pääasiassa ranskalaisten) vaihtuvahintaisten lyhyiden rahastojen varoista vain 22 % ja muiden vaihtuvahintaisten rahastojen varoista 16 % (ks. **taulukko 6**). ⁽¹⁾

Taulukko 6

Omaisuserien jakautuminen rahastotyyppiin ja maturiteetin mukaan (prosenttiosuudet)

	≤ 1 pv / yli yön	> 1 pv, ≤ 1 vko	> 1 vko, ≤ 1 kk	> 1 kk, ≤ 3 kk	> 3 kk, ≤ 6 kk	> 6 kk, ≤ 1 vuosi	> 1 vuosi, ≤ 397 pv	> 397 pv (RMR pl. lyhyet)	Kattavuus
1. KH	26,3 %	12,7 %	16,9 %	26,1 %	11,5 %	6,1 %	0,3 %	0,0 %	82 %
2. VH lyhyt	16,9 %	4,8 %	18,3 %	41,0 %	13,0 %	5,9 %	0,0 %	0,0 %	100 %
3. VH (pl. VH lyhyt)	12,4 %	3,3 %	13,5 %	32,7 %	20,4 %	16,3 %	1,5 %	2,4 %	99 %
1. UCITS	21,9 %	8,8 %	16,7 %	30,5 %	13,4 %	8,2 %	0,5 %	0,6 %	87 %
2. Ei-UCITS	14,5 %	2,7 %	15,3 %	36,5 %	19,7 %	10,8 %	0,4 %	0,3 %	100 %
Yhteensä	21,1 %	8,8 %	16,5 %	30,9 %	13,8 %	8,4 %	0,5 %	0,5 %	89 %

Lähde: EJRK:n kysely.

Huom. Kattavuus tarkoittaa rahastojen hallussa olevien sellaisten varojen osuutta (kyselyssä ilmoitetuista) kokonaisvaroista, joista on saatavilla maturiteettikohtainen erittely. Luokka "≤ 1 pv" sisältää myös erääntymisajattomat talletukset.

EKP:n tilastot antavat yleiskuvan rahastojen varojen valuuttajakaumasta. Taulukon 7 luvut osoittavat, että valtaosa irlantilaisien rahamarkkinarahastojen varoista on Englannin punnan määräisiä, kun taas luxemburgilaisten rahastojen varat ovat suurimmaksi osaksi Yhdysvaltain dollarin määräisiä. Espanjan, Italian, Ranskan ja Saksan rahamarkkinarahastojen kokonaisvaroista vain hyvin pieni osa on muun valuutan kuin euron määräisiä. Yksittäistapauksia koskevien tietojen perusteella rahamarkkinarahastojen varojen ja velkojen välillä ei ole merkittäviä valuuttaepätasapainoja.

Taulukko 7

Irlannin, Luxemburgin ja Ranskan rahamarkkinarahastojen varojen valuuttajakauma (milj. euroa ja prosenttiosuudet)

	Varojen liikkeeseenlasku- valuutta	Kotimaisten rahalaistosten velkapaperit	Muiden euro- alueen raha- laitosten velkapaperit	Kotimaisten ei-rahalaistosten velka- paperit	Muiden euro- alueen ei- rahalaistosten velkapaperit	Euroalueen ulkopuoliset velkapaperit	Euroalueen ulkopuoliset talletukset	Muut varat	Yhteensä/va- luutta	Prosentti- osuus/ valuutta	
Irlanti	EUR	180	14 359	1 246	7 470	18 839	10 929		53 023	17,13 %	
	USD	176	9 157	5	542	66 759	18 737		95 376	30,82 %	
	GBP	108	25 300	285	2 596	86 313	32 525		147 127	47,54 %	
	CHF	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %	
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %	
	Ei tietoja ⁽¹⁾								13 945	13 945	4,51 %
	Yhteensä		464	48 816	1 536	10 608	171 911	62 191	13 945	309 471	100,00 %

⁽¹⁾ Prosenttiosuudet tarkoittavat osuutta EJRK:n kyselyn kattamien rahastojen hallussa olevien sellaisten varojen kokonaismäärästä, joista on saatavilla maturiteettikohtainen erittely (esim. 81 % kiinteähintaisien rahastojen hallussa olevista varoista ja 100 % muiden rahastojen hallussa olevista varoista). Prosenttiosuudet saattavat muuttua, mikäli mukaan otetaan kaikki rahastot.

	Varojen liikkeeseenlaskuvaluutta	Kotimaisten rahalaitosten velkapaperit	Muiden euroalueen rahalaitosten velkapaperit	Kotimaisten ei-rahalaistosten velkapaperit	Muiden euroalueen ei-rahalaistosten velkapaperit	Euroalueen ulkopuoliset velkapaperit	Euroalueen ulkopuoliset talletukset	Muut varat	Yhteensä/valuutta	Prosentti-osuus/valuutta
Luxemburg	EUR	712	20 257	1 277	30 303	18 660	6 631		77 840	31,06 %
	USD	838	8 848	111	5 700	61 630	35 607		112 734	44,98 %
	GBP	211	3 642	19	2 803	9 034	3 825		19 534	7,79 %
	CHF	167	2 026	0	655	1 894	301		5 043	2,01 %
	JPY	0	0	0	75	362	0		437	0,17 %
	Ei tietoja ⁽¹⁾							35 022	35 022	13,97 %
	Yhteensä	1 928	34 773	1 407	39 536	91 580	46 364	35 022	250 610	100,00 %
Ranska	EUR	155 494	45 834	31 748	31 076	38 989	860		304 001	76,90 %
	USD	271	124	58	132	263	4		852	0,22 %
	GBP	0	0	0	0	45	0		45	0,01 %
	CHF	0	320	27	0	341	0		688	0,17 %
	JPY	0	0	0	0	0	0		0	0,00 %
	Ei tietoja ⁽¹⁾							89 757	89 757	22,70 %
	Yhteensä	155 765	46 278	31 833	31 208	39 638	864	89 757	395 343	100,00 %

Lähde: EKP.

(¹) Luokka "Ei tietoja" sisältää rahamarkkinarahastojen hallussa olevat 1) osakkeet ja osuudet (yleensä häviävän vähän), 2) muiden rahamarkkinarahastojen rahasto-osuudet ja 3) muut varat. Ranskalaisten rahamarkkinarahastojen hallussa on merkittävästi (noin 50 miljardin euron arvosta) muiden rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksia, jotka ovat todennäköisesti euromääräisiä.

III.3 Rahamarkkinarahastojen sijoittajapohja

EKP:n rahamarkkinarahastoilta saadaan vain ylimalkaisen kuvan rahastojen sijoittajapohjan rakenteesta etenkin euroalueella. EJRK:n kyselystä saadaan täydentävää tietoa varsinkin euroalueen ulkopuolisen sijoittajapohjan toimialajakaumasta. Taulukossa 8 on esitetty sijoittajien maantieteellinen jakauma alueittain ja rahastotyypeittäin kummankin lähteen tietojen pohjalta.

Espanjan, Italian ja Ranskan rahamarkkinarahastojen sijoittajapohja on selvästi kotimainen, kun taas irlantilaisiin ja luxemburgilaisiin rahastoihin sijoitetaan huomattavasti enemmän ulkomailta käsin. Sijoittajapohjan maantieteellinen jakauma kuitenkin vaihtelee hieman tietolähteen mukaan erityisesti sen suhteen, mitkä ovat euroalueen/EU:n ja muun maailman osuudet Irlantiin ja Luxemburgiin sijoittautuneiden rahastojen sijoittajapohjasta (ks. **taulukko 8**). Syynä saattaa olla lähteiden erilainen kattavuus sekä se, että rahastojen hoitajien on hankalaa luokitella sijoittajia maantieteellisesti ja toimialoittain. Kyselyn tulosten perusteella EU:n ulkopuolisten sijoittajien osuus rahamarkkinarahastojen sijoittajapohjasta on huomattava (41 %) ja irlantilaisrahastojen kohdalla erityisen suuri (70 %). Kaikkiaan 90 % EU:n ulkopuolisten sijoittajien sijoituksista EU:ssa toimiviin rahamarkkinarahastoihin kohdistui kiinteähintaisiin rahastoihin. Saksan rahamarkkinarahastojen sijoittajapohjasta on tietoa vain EKP:n tilastoissa. Niiden mukaan valtaosa sijoittajista on kotimaisia.

Taulukko 8

EU-maiden rahamarkkinarahastojen sijoittajapohjan maantieteellinen jakauma EKP:n tilastojen ja EJRK:n kyselyn perusteella (milj. euroa ja prosenttiosuudet)

		KOTI-MAISET	EURO-ALUE (pl. kotimaiset)	EU (pl. kotimaiset)	Muu maailma ⁽¹⁾	Muut	Yhteensä (milj. euroa)	KOTI-MAISET	EURO-ALUE (pl. kotimaiset)	EU (pl. kotimaiset)	Muu maailma
Ranska	EKP:n tiedot	368 496	16 718	ei tietoja	2 676	7 453	395 343	93 %	4 %	ei tietoja	1 %
	Kysely	193 645	ei tietoja	2 475	67	ei tietoja	196 187	99 %	ei tietoja	1 %	0 %
Irlanti	EKP:n tiedot	15 789	36 487	ei tietoja	252 693	4 502	309 471	5 %	12 %	ei tietoja	82 %
	Kysely	17 018	ei tietoja	71 563	202 364	ei tietoja	290 945	6 %	ei tietoja	25 %	70 %

		KOTI-MAISET	EURO-ALUE (pl. kotimaiset)	EU (pl. kotimaiset)	Muu maailma ⁽¹⁾	Muut	Yhteensä (milj. euroa)	KOTI-MAISET	EURO-ALUE (pl. kotimaiset)	EU (pl. kotimaiset)	Muu maailma
Luxemburg	EKP:n tiedot	10 172	81 766	ei tietoja	152 159	6 513	250 610	4 %	33 %	ei tietoja	61 %
	Kysely	12 493	ei tietoja	92 651	79 340	ei tietoja	184 485	7 %	ei tietoja	50 %	43 %
Italia	EKP:n tiedot	7 820	12	ei tietoja	22	80	7 934	99 %	0 %	ei tietoja	0 %
	Kysely	7 820	ei tietoja	15	20	ei tietoja	7 854	100 %	ei tietoja	0 %	0 %
Espanja	EKP:n tiedot	8 860	72	ei tietoja	28	39	8 999	98 %	1 %	ei tietoja	0 %
	Kysely	8 881	ei tietoja	100	0	ei tietoja	8 981	99 %	ei tietoja	1 %	0 %
Saksa	EKP:n tiedot	4 120	1 547	ei tietoja	384	26	6 077	68 %	25 %	ei tietoja	6 %
	Kysely	ei tietoja	ei tietoja	ei tietoja	ei tietoja	ei tietoja	ei tietoja	ei tietoja	ei tietoja	ei tietoja	ei tietoja
Yhteensä	EKP:n tiedot	435 941	137 229	ei tietoja	408 653	18 736	1 000 559	44 %	14 %	ei tietoja	41 %
	Kysely	239 857	ei tietoja	166 804	281 791		688 452	35 %	ei tietoja	24 %	41 %

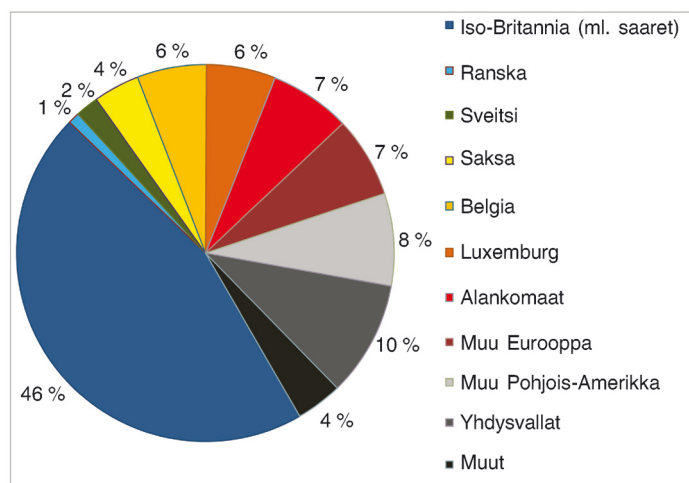
Lähde: EJRK:n kysely ja EKP.

(¹) EJRK:n kyselyssä EU:n ulkopuoliset maat ja EKP:n tilastoissa euroalueen ulkopuoliset maat.

Sijoittajapohjaa koskevien tietojen epävarmuudesta kertoo sekin, että IMMFA:n tilastot viittaavat paljon pienempään EU:n ulkopuolisten sijoittajien osuuteen EU:n kiinteähintaisissa rahastoissa (ks. **kuvio 5**).

Kuvio 5

IMMFA:n rahamarkkinarahastojen sijoittajapohja maittain (joulukuu 2010)



Lähde: IMMFA (mainittu EJRK:n Occasional Paper -julkaisussa, 2012)

Toimialoittain tarkasteltuna EU:n rahamarkkinarahastojen sijoittajapohjan tärkeimmät ryhmät ovat rahalaitokset (32 % sijoittajapohjasta), yritykset (21 %), vakuutuslaitokset ja eläkerahastot (13 %) sekä muut rahoituslaitokset kuten muut sijoitusrahastot tai hedge-rahastot (12 %) (ks. **taulukko 9**). Rahamarkkinarahastot ovat siis pankeille paitsi merkittävä rahoituslähde myös tärkeä sijoituskohde.

Taulukko 9

Valikoitujen rahastoluokkien sijoittajapohja (milj. euroa ja prosentiosuudet)

Rahastotyyppi	Kyselyn toteutusmaa	YHT. (milj. euroa)	Rahalaitokset	Yritykset	Muut rahoituslaitokset	Vakuutuslaitokset & eläkerahastot	Kotitaloudet	Muut / ei tietoja	Kattavuus ⁽¹⁾	Mukautettu kattavuus
1 KH	Irlanti	272 962	37,8 %	10,7 %	22,0 %	3,2 %	0,1 %	26,3 %	100,0 %	73,7 %
	Luxemburg	141 700	48,8 %	32,5 %	1,5 %	3,1 %	13,5 %	0,6 %	88,0 %	87,5 %
2 VH lyhyt	Ranska	103 389	14,7 %	22,4 %	1,1 %	50,7 %	5,1 %	6,0 %	55,6 %	49,7 %
	Muut maat	35 598	21,5 %	11,2 %	31,9 %	24,7 %	1,1 %	9,5 %	100,0 %	90,5 %
3 VH (pl. VH lyhyt)	Ranska	92 798	25,5 %	44,0 %	5,7 %	10,0 %	5,7 %	9,1 %	65,4 %	56,3 %
	Muut maat	44 710	8,7 %	3,0 %	5,5 %	10,2 %	55,0 %	17,5 %	100,0 %	82,5 %
1 UCITS	Kaikki maat	636 383	34,4 %	20,2 %	12,7 %	10,6 %	7,1 %	15,0 %	99,4 %	84,4 %
2 Ei-UCITS	Kaikki maat	54 774	7,4 %	29,1 %	2,3 %	37,8 %	17,6 %	5,8 %	97,6 %	91,8 %
Yhteensä	Yhteensä	691 157	32,2 %	20,9 %	11,9 %	12,7 %	7,9 %	14,3 %	70,6 %	56,4 %

Lähde: EJRK:n kysely.

⁽¹⁾ Rahastotyyppikohtainen kattavuus on saatu laskemalla yhteen täydelliset ja osittaiset tiedot toimittaneet rahastot. Kokonaiskattavuus on laskettu suhteessa kyselyn kuuden toteutusmaan yhteenlaskettuun rahastojoukkoon (EKP:n tilastojen perusteella). Mukautettu kattavuus on kattavuus ilman luokan "Muut / ei tietoja" osuutta. **Punaisella merkityissä soluissa rahastosijoitusten arvo on yli 20 miljardia euroa.**

Maittainen tarkastelu osoittaa, että Luxemburgiin ja Irlantiin sijoittautuneiden kiinteähintaisten rahastojen sijoittajapohjan tärkein ryhmä ovat rahalaitokset. Irlantilaisiin kiinteähintaisiin rahastoihin tosin sijoittavat runsaasti myös EU:n ulkopuoliset muut rahoituslaitokset (22 % sijoittajapohjasta). Ranskalaisen vaihtuvahintaisten lyhyiden rahastojen tärkein sijoittajaryhmä ovat vakuutuslaitokset ja eläkerahastot. Yritysten sijoituksia on eniten Luxemburgiin sijoittautuneissa kiinteähintaisissa rahastoissa (46 miljardia euroa), Ranskaan sijoittautuneissa vaihtuvahintaisissa rahastoissa (41 miljardia euroa; pl. lyhyet rahastot) sekä Irlantiin sijoittautuneissa kiinteähintaisissa rahastoissa (29 miljardia euroa). Espanjassa ja Italiassa rahamarkkinarahastojen sijoittajapohja koostuu valtaosin kotitalouksista. Kyselyn toteutusmaiden rahamarkkinarahastoissa oli EU:n kotitaloussektorin sijoituksia kaikkiaan 32 miljardin euron arvosta. Luxemburgiin sijoittautuneissa kiinteähintaisissa rahastoissa on runsaasti myös EU:n ulkopuolisten kotitalouksien sijoituksia (16 miljardia euroa).

III.4 Rahastosektorin keskittyneisyys

Euroopan rahamarkkinarahastosektorin ja varsinkin kiinteähintaisten rahastojen keskittymisaste on varsin korkea. Kyselyn perusteella kymmenen suurimman kiinteähintaisen rahaston markkinaosuus (kaikkiaan 123 rahaston joukossa) on noin 55 % ja niiden sijoitusvarallisuus on 226 miljardia euroa (ks. **taulukko 10**). Kymmenen suurimman vaihtuvahintaisen rahaston markkinaosuus on 33 %, ja näistä rahastoista yhdeksän on sijoittautunut Ranskaan. Muiden rahastojen kuin yhteissijoitusyritysten joukossa kymmenen suurimman rahaston markkinaosuus on 74 %. ⁽¹⁾

Taulukko 10

Markkinaosuuksien keskittyminen valikoiduissa rahastoluokissa: kolmen, viiden, kymmenen ja kahdenkymmenen suurimman rahaston prosentuaaliset markkinaosuudet

Rahasto	KH Irlanti	KH Luxemburg	Ranska	KH kaikki	VH kaikki	UCITS	Ei-UCITS	Kaikki rahastot
3 suurinta	26,10 %	65,40 %	16,70 %	27,60 %	15,10 %	16,50 %	46,10 %	12,30 %
5 suurinta	38,40 %	77,30 %	23,10 %	36,50 %	21,10 %	22,70 %	55,70 %	17,60 %
10 suurinta	64,00 %	86,80 %	35,90 %	55,50 %	32,80 %	34,40 %	73,70 %	26,80 %

⁽¹⁾ Syynä on pääasiassa se, että erään suuren Ranskassa toimivan vaihtuvahintaisen rahaston markkinaosuus muiden kuin yhteissijoitusyrityksiä koskevan direktiivin mukaisten rahastojen joukossa oli kyselyssä 35 %.

Rahasto	KH Irlanti	KH Luxemburg	Ranska	KH kaikki	VH kaikki	UCITS	Ei-UCITS	Kaikki rahastot
20 suurinta	84,30 %	N/A	50,50 %	77,60 %	48,10 %	52,20 %	88,80 %	40,60 %

Lähde: EJRK:n kysely.

Huom. Luokissa "Ranska" ja "Kaikki rahastot" markkinaosuudet on laskettu suhteessa EKP:n tilastojen mukaisiin tietoihin rahastojen yhteenlasketuista varoista kyselyn toteutusmaissa. Kaikissa muissa luokissa markkinaosuudet on laskettu suhteessa sellaisten rahastojen yhteenlasketuihin varoihin, joista vastaavat tiedot ovat saatavilla (kiinteä- ja vaihtuvahintaisten rahastojen luokissa tietojen kattavuus on 89 %, yhteissijoitusyritysten ja muiden rahastojen luokissa 82 %).

Rahastokonsernien markkinaosuuksia tarkasteltaessa voidaan todeta, että 40 % EU:n rahamarkkinarahastoista on viiden suurimman rahastokonsernin hallussa ja kymmenen suurimman konsernin markkinaosuus on 54 %. Kiinteähintaisten rahastojen kohdalla keskittymisaste on vielä korkeampi: Luxemburgissa viiden suurimman rahastokonsernin markkinaosuus on 87 % ja Irlannissa 59 %. Muista rahastoista kuin yhteissijoitusyrityksistä 67 % on kolmen suurimman eurooppalaisen rahastokonsernin hallussa. Kymmenen suurimman eurooppalaisen rahastokonsernin joukosta seitsemällä (viidestä suurimmasta neljällä) on kytkös pankkeihin, kaksi on riippumattomia varainhoitoyhtiötä ja yksi kuuluu vakuutus konserniin.

Taulukko 11

Rahamarkkinarahastosektorin keskittyminen: suurimpien rahastokonsernien prosentuaaliset markkinaosuudet

Konsernit	KH Irlanti	KH Luxemburg	Ranska	KH kaikki	VH kaikki	UCITS	Ei-UCITS	Kaikki rahastot
3 suurinta	43,90 %	84,10 %	46,20 %	51,10 %	43,90 %	37,90 %	67,00 %	30,00 %
5 suurinta	59,30 %	86,80 %	58,60 %	61,10 %	55,70 %	47,10 %	77,00 %	40,50 %
10 suurinta	73,80 %	N/A	71,10 %	81,60 %	70,20 %	62,30 %	91,90 %	53,60 %

Lähde: EJRK:n kysely.

Huom. Luokissa "Ranska" ja "Kaikki rahastot" markkinaosuudet on laskettu suhteessa EKP:n tilastojen mukaisiin tietoihin rahastojen yhteenlasketuista varoista kyselyn toteutusmaissa. Kaikissa muissa luokissa markkinaosuudet on laskettu suhteessa sellaisten rahastojen yhteenlasketuihin varoihin, joista vastaavat tiedot ovat saatavilla (kiinteä- ja vaihtuvahintaisten rahastojen luokissa tietojen kattavuus on 89 %, yhteissijoitusyritysten ja muiden rahastojen luokissa 82 %).

III.5 Kiinteähintaisten rahastojen rahasto-osuuksien käyvän arvon poikkeama nimellisarvosta

Euroopan rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksien kiinteän hinnan ja varjohinnan välillä on esiintynyt eroja (eli rahastoille on koitunut markkinahintojen muutoksista aiheutuvia realisoitumattomia arvostustappioita). EJRK:n kyselyn tulosten mukaan poikkeama oli 18 kiinteähintaisten rahaston kohdalla enintään 10 peruspistettä ja 15 kiinteähintaisten rahaston kohdalla yli 10 peruspistettä kesäkuun 2007 ja kesäkuun 2012 välisenä aikana (ks. taulukko 12). Otokseen kuului 76 rahastoa, joiden hallussa olevien varojen yhteenlaskettu määrä oli 414 miljardia euroa. Niistä 15 kiinteähintaista rahastosta, joiden kohdalla poikkeama oli yli 10 peruspistettä, kolmentoista ⁽¹⁾ yhteenlasketut varat olivat 72 miljardia euroa. Poikkeama oli näin suuri myös kolmessa otoksen kymmenestä suurimmasta rahastosta. Osassa rahastoista poikkeamia kuitenkin esiintyi vain vuonna 2008 Lehman Brothers -investointipankin vararikon aiheuttaman luottovastuutaapahtuman yhteydessä. On syytä huomata, että osa tiedoista on CESR:n/EAMV:n sääntelyuudistusta edeltävältä ja osa sen jälkeiseltä ajalta eikä kyselyn tietoja ole mahdollista eritellä sen mukaan, kummalla jaksolla poikkeama esiintyi.

Taulukko 12

Kiinteähintaisten rahastojen rahasto-osuuksien käyvän arvon poikkeama nimellisarvosta kesäkuun 2007 ja kesäkuun 2012 välisenä aikana (milj. euroa ja prosenttiosuudet)

Poikkeama	Kaikki rahastot	Rahastot, joista kokotiedot saatavilla			
	Lukumäärä	Lukumäärä	Kokonaisvarat	Markkinaosuus	3 suurimman kokonaisvarat
≤ 10 pp	18	13	77,872	28,00 %	45,935
≥ 11 pp	15	12	72,253	26,50 %	45,935

Lähde: EJRK:n kysely.

Huom. Niiden rahastojen lukumäärä, joiden rahasto-osuuksien käypä arvo poikkesi nimellisarvosta kesäkuun 2007 ja kesäkuun 2012 välisenä aikana. Otoks: 78 kiinteähintaista rahastoa (rahaston kokotiedot saatiin vain 65 rahastosta).

⁽¹⁾ Muista kahdesta rahastosta ei ole saatavilla tietoja.

IV. EJRK:N SUOSITUKSET

IV.1 Suositusten soveltamisala

EJRK:n suositusten tavoitteena on lieventää rahoitusvakautta uhkaavia riskejä, joita liittyy EU:ssa toimivien rahamarkkinarahastojen (ja erityisesti kiinteähintaisten rahastojen) pankkimaisiin piirteisiin sekä alttiuteen rahastosijoituspaon riskille. Lisäksi tavoitteena on IOSCON suositusten asianmukainen ja yhtenäinen täytäntöönpano Euroopassa.

Komissio on ilmoittanut valmistelewansa yhteissijoitusyrityksiä sekä rahamarkkinarahastoja koskevaa unionin lainsäädäntöä. Koska tavoitteena on yhtenäinen täytäntöönpano koko unionissa, EJRK:n suositukset on osoitettu kokonaisuudessaan komissiolle. Komissio voi pyytää suositusten täytäntöönpanoa varten neuvoo Euroopan valvontaviranomaisilta, etenkin Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaiselta. Suositusten yhdenmukaisen soveltamisen varmistamiseksi se voi myös pyytää valvontaviranomaisia valmistelemaan tarvittavia teknisiä standardeja, ohjeita ja suosituksia (kuten tietojen raportointi- ja julkaisumalleja). Tässä liitteessä ei esitetä rahamarkkinarahastojen sääntelyyn liittyviä teknisiä standardeja.

Komissiota kehoitetaan raportoimaan EJRK:lle suositusten toteuttamisen etenemisestä vuoden 2013 kesäkuun loppuun mennessä ja uudelleen vuoden 2014 kesäkuun loppuun mennessä. Raportointiaikataulussa on otettu huomioon yhteissijoitusyrityksiä koskevan lainsäädännön uudistamisaikataulu. Suositukseen A liittyy lisäksi siirtymäjärjestelyjä.

IOSCON suositusten mukaisesti EJRK:n suositukset koskevat Euroopan unioniin sijoittautuneita sijoitusrahastoja, joiden rahasto-osuuksia tarjotaan/kaupataan sijoittajille pääoman säilyttämisen välineenä, jonka voi muuttaa päivässä käteiseksi ja jolle kertyy rahamarkkinakorkojen mukaista tuottoa. Kohteena ovat erityisesti rahastot, jotka on nimetty rahamarkkinarahastoiksi tai joita kaupataan niiden tunnuspiirteet (pyrkimys pääoman arvon säilyttämiseen, lunastus päivässä, rahamarkkinakorot) täyttävänä rahastoina tai muuten rahamarkkinarahastoihin viittaavalla tavalla (esim. käteisrahastoina, likvideinä tai likviditeettirahastoina tai lyhyen maturiteetin rahastoina). Silloin kun ei nimenomaisesti mainita rahastotyyppiä (esim. kiinteähintainen, vaihtuvahintainen tai lyhyt rahamarkkinarahasto, yhteissijoitusyritys tai muu rahasto), suositukset koskevat kaikkia edellä kuvatun tyyppisiä eurooppalaisia rahamarkkinarahastoja niiden nimestä ja niihin sovellettavasta lainsäädännöstä riippumatta.

Kunkin suosituksen kohdalla esitetään sen taloudelliset perusteet. Lisäksi esitetään arvio suosituksen mahdollisista eduista ja haitoista sekä mahdollisesta vaikutuksesta markkinoihin. Arviossa on tukeuduttu laajasti tutkimusten ja tiedonkeruiden tuloksiin sekä markkinaosapuolten kanssa käytyihin keskusteluihin.

IV.2 Suositus A – Pakollinen siirtyminen vaihtuvahintaisten rahasto-osuuksien malliin

Komission suositetaan varmistavan, että asiaa koskevassa unionin lainsäädännössä

1. **rahamarkkinarahastot velvoitetaan omaksumaan vaihtuvahintaisten rahasto-osuuksien malli;**
2. **rahamarkkinarahastot velvoitetaan käyttämään arvostuksessa pääsääntöisesti käypää arvoa ja vain ennalta määritetyissä tapauksissa jaksotettua hankintamenoa.**

IV.2.1 Taloudelliset perusteet

a) Toimintavaihtoehdot

Järjestelmäriskin kannalta merkittävä seikka on, että rahamarkkinarahastot ovat varjopankkitoimintaa harjoittavia yhteisöjä, joiden rooli taloudessa on verrattavissa pankkitoimintaan. Rahamarkkinarahastojen markkinoita valvotaan, mutta niihin ei sovelleta samantyyppistä lainsäädäntöä kuin pankkeihin eikä niillä ole vastaavaa oikeudellista muotoa (ks. osa II).

IOSCON lokakuussa 2012 esittämällä ja FSB:n hyväksymillä suosituksilla on tarkoitus puuttua ongelmaan. Varjopankkitoimintaa koskevassa FSB:n valmisteluasiakirjassa (marraskuulta 2012) tuetaan IOSCON työtä. Asiakirjan mukaan riskeihin voidaan puuttua siten, että 1) poistetaan rahamarkkinarahastoista pankkitalletusten piirteet, jotka voivat lisätä rahastosijoituspaon riskiä, tai 2) annetaan rahamarkkinarahastojen pitää pankkitalletusten piirteet mutta lievennetään riskejä samaan tapaan kuin pankkien toiminnan vakauden sääntelyllä.

Ensimmäinen vaihtoehto edellyttäisi muutoksia rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksien arvostustapaan, jotta talletusten piirteet poistuisivat. Osuuksien arvostuksen tulisi siis vastata aiempaa paremmin rahaston varojen käypää arvoa, eli

rahamarkkinarahastojen tulisi omaksua vaihtuvahintaisten rahasto-osuuksien malli ja käyttää pääsääntöisesti käypään hintaan perustuvaa arvostusta. Mikäli arvostuksessa käytettäisiin edelleen jaksotettua hankintamenoa, näin saatu osuuksien arvo ei saisi poiketa merkittävästi käyvästä arvosta. Toisessa vaihtoehdossa rahamarkkinarahastot saisivat säilyttää kiinteähintaisen mallin sillä edellytyksellä, että ne noudattavat aiempaa tiukemmin pankkisääntelyä. Rahastojen tulisi etenkin noudattaa toiminnassaan vaatimuksia, jotka vastaavat pankkien vakavaraisuus-, maksuvalmius- ja vakausvaatimuksia, sekä suojautua sijoituspaon varalta.

IOSCO-suosituksessa 10 todetaan, että kiinteähintaisten rahamarkkinarahastojen suhteen tulisi toteuttaa toimia, joilla pienennetään kiinteähintaisuuteen liittyviä riskejä. Lisäksi riskeistä aiheutuvat kustannukset tulisi kirjata taseeseen. Sääntelyviranomaisten tulisi edellyttää rahastoilta siirtymistä vaihtuvahintaiseen malliin, mikäli vain mahdollista. Vaihtoehtoisesti olisi otettava käyttöön suojatoimia, joilla parannetaan kiinteähintaisten rahamarkkinarahastojen kykyä selviytyä häiriöistä ja merkittävistä rahastolunastuksista. Lisäksi FSB totesi edellä mainitussa valmisteluasiakirjassaan, että mikäli rahastojen muuntaminen ei ole mahdollista, vaadittavien suojatoimien tulisi käytännössä vastata niitä vakavaraisuus-, maksuvalmius- ja vakausvaatimuksia, joilla pankkeja suojataan talletuspaon varalta. IOSCON suosituksen 4 mukaan rahamarkkinarahastojen olisi pääsääntöisesti arvostettava salkussaan olevat arvopaperit käyvän hinnan perusteella ja vain ennalta määrittävissä olosuhteissa jaksotetun hankintamennon perusteella.

Harkittaessa siirtymistä kiinteähintaisesta vaihtuvahintaiseen malliin olisi tarkoin huomioitava meneillään olevat kansainväliset sääntelyhankkeet (ks. osa I.1). FSB:n on tarkoitus saada varjopankkitoimintaa koskevat suosituksensa valmiiksi syyskuussa 2013 (ks. FSB:n valmisteluasiakirja marraskuulta 2012). Markkinat ovat niin verkottuneet ja varjopankkitoimintaa harjoittavat toimijat niin mukautumiskykyisiä, että varjopankkitoimintaa (ja sen osana rahamarkkinarahastoja) koskevien ehdotusten tulee olla kattavia, sillä vähittäiset tai vaillinaisiksi jäävät sääntelyhankkeet on helppo kiertää hyödyntämällä sääntelyeroja. FSB totesi, että saatuaan suosituksensa valmiiksi se ryhtyy kehittämään menettelyjä sen varmistamiseksi, että varjopankkitoimintaa koskevat lukuisat suositukset pannaan asianmukaisesti täytäntöön. Se ei kuitenkaan aio laatia suosituksia itse rahamarkkinarahastoista.

Rahamarkkinarahastojen peruspiirteet huomioon ottaen suositeltavin vaihtoehto olisi velvoittaa rahastot siirtymään kiinteähintaisesta vaihtuvahintaiseen malliin ja vahvistaa niissä siten sijoitusvälineen kaltaisia piirteitä ja heikentää pankkitalituksen kaltaisia piirteitä. Tällöin mentäisiin pidemmälle kuin IOSCO-suosituksessa 10. Perusteena on, että näin voitaisiin vähentää kannustimia rahastolunastuksiin, lisätä hinnoittelun avoimuutta ja vähentää toimijoiden keskinäisiä kytköksiä (ks. jäljempänä).

b) Riskien pienentäminen

Sijoituspako on mahdollinen kaikissa rahastoissa, joissa varojen ja velkojen maturiteetit tai likvidiys ovat epätasapainossa. Kiinteähintaisissa rahastoissa on kuitenkin piirteitä, joiden vuoksi sijoittajat saattavat markkinoiden häiriöiden aikaan pyrkiä saavuttamaan etua purkamalla rahastosijoituksensa ensimmäisten joukossa (ks. osa II.1). Siirtymällä vaihtuvahintaiseen malliin voidaan pienentää kiinteähintaisen malliin liittyviä riskejä ja lieventää mahdollisen luottovastuutahtuman vaikutuksia. Vaihtuvahintaisissa rahastoissa osuudenhaltijoilla on vähemmän kannustimia purkaa rahastosijoituksiaan tilanteissa, joissa niiden arvo on hieman alentunut. Osassa II todettiin, että rahamarkkinarahastoissa pienetkin tappiot voivat aiheuttaa rahastosijoituspaon, joka voi levitä myös muihin rahamarkkinarahastoihin. Jaksotettuun hankintamenoon perustuvasta arvostuksesta ja tasahintakäytännöstä johtuvaa varhaisen lunastamisen etua voidaan pienentää pakottamalla osuudenhaltijat purkamaan rahastosijoituksensa niiden käyvän arvon mukaiseen hintaan, jolloin tappiot eivät niin helposti siirry muiden osuudenhaltijoiden kannettaviksi.

Siirtyminen pois jaksotettuun hankintamenoon perustuvasta arvostuksesta ja tasahintakäytännöstä voi myös selkeyttää hinnoittelua sijoittajien kannalta, sillä kun osuuksien hinnat vaihtelevat kuten kaikissa muissakin sijoitusrahastoissa, sijoittajat pystyvät hahmottamaan paremmin rahastoihin liittyvät riskit ja erot talletuksiin nähden. Tällöin sijoittajat eivät myöskään niin helposti odota rahamarkkinarahastojen olevan immuuneja tappioille, mikä vähentää sijoituspaon riskiä tilanteissa, joissa rahasto kärsii tappioita vastoin näitä odotuksia. Kun rahasto-osuuksien arvo vaihtelee säännöllisesti (kuten muissakin sijoitustuotteissa), vaihtelut eivät tule yllätyksenä ja sijoittajien on helpompi hyväksyä ne. Markkina-arvon aleneminen ei nimittäin tällöin välttämättä ole merkki rahaston arvopaperisijoituksiin liittyvästä maksukyvyttömyyden uhasta. ⁽¹⁾ Vaihtuvahintainen malli saattaa vähentää epävarmuutta rahaston sijoitussalkun varojen laadusta, sillä se näkyy rahasto-osuuden arvossa.

⁽¹⁾ Esimerkiksi kesällä 2011 eurooppalaisten vaihtuvahintaisten rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksien arvo vaihteli markkinatilanteen muutosten ja heilahtelujen voimistumisen myötä. Vaihtelut eivät kuitenkaan juuri vaikuttaneet rahastolunastusten määrään, eli ilmeisesti sijoittajat hyväksyivät rahasto-osuuksiensa arvon tilapäiset vaihtelut (myös laskun).

Kun rahamarkkinarahastot sijoittavat hyvin lyhytaikaisiin tuotteisiin, joihin liittyy pienempi luotto- ja korkoriski, riskin pieneminen vähentää myös rahasto-osuuksien nettoarvon vaihteluja. Sijoittajat puolestaan pystyvät helpommin valitsemaan riskeiltään ja tuotoiltaan sopivimman sijoituskohteen voidessaan vertailla rahastojen päivittäisiä vaihteluja eri markkinatilanteissa.

Häiriötilanteessa voi edelleen olla kannattavaa purkaa rahastosijoitukset ensimmäisten joukossa, joskin etu on jo pienempi. Rahamarkkinarahastojen päivittäinen likvidiys ei ole 100 %, joten ääritapauksissa voi käydä niin, että kaikkia rahastolunastuksia ei voida toteuttaa. Jos lunastukset ovat erittäin suuria, sijoittajien saattaa tällöin (rahastotyyppistä riippumatta) kannattaa purkaa rahastosijoituksensa mahdollisimman nopeasti, sillä lunastusten lisääntyessä rahasto voi joutua myymään vähemmän likvidejä omaisuuseriään, kenties tappiollakin. Rahastosijoituspaon riskiä voi lisätä myös arvostukseen liittyvä epävarmuus, joka on ominaista vaihtuvahintaisillekin rahastoille.

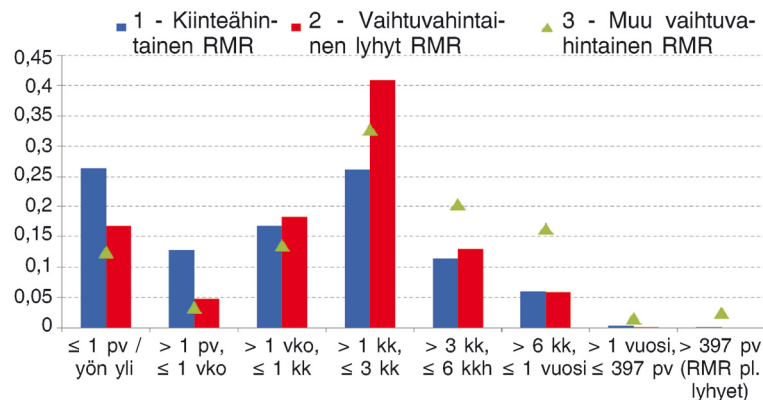
Suosituksen tarkoituksena on lieventää näitä riskejä (myös vaihtuvahintaisissa rahastoissa) puuttamalla yksittäisten instrumenttien arvostukseen. Yleisesti ottaen rahamarkkinarahastojen omaisuuserät olisi arvostettava markkinahintaan, mikäli sellainen on saatavilla ja se on luotettava ja riittävän tuore. Jos saatavilla ei ole luotettavaa markkinahintaa, rahastojen olisi pääsääntöisesti arvostettava salkussaan olevat arvopaperit käyttäen senhetkiseen tuottokäyrään ja liikkeeseenlaskijoiden välisiin tuottoeroihin perustuvia arvostusmenetelmiä.

Suosituksella ei pyritä kieltämään jaksotettuun hankintamenoon perustuvaa arvostusta kokonaan, mutta se tulisi sallia vain, jos käyttöön otetaan vahvoja suojatoimia, joilla minimoidaan virheellisen hinnoittelun riski. Jaksotettuun hankintamenoon perustuvaa arvostusta tulisi käyttää vain silloin, kun katsotaan, että sen perusteella voidaan arvioida instrumentin hinta asianmukaisesti. Näin noudatetaan myös IOSCO-suositusta.

Mikäli käytetään jaksotettuun hankintamenoon perustuvaa arvostusta, instrumentin jäljellä olevalle juoksuajalle tulisi asettaa rajoituksia. Näin vähennettäisiin huomattavasti riskiä, että rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksien kiinteä hinta ei vastaa niiden käypää arvoa. IOSCO suosittelee jäljellä olevan maturiteetin enimmäispituudeksi tässä suhteessa 90:tä päivää, mutta korko- ja luottoriskejä saattaa ilmetä, vaikka jäljellä oleva maturiteetti olisi lyhyempikin. Eurooppalaisten rahamarkkinarahastojen (eritoten kiinteähintaisten rahastojen) omaisuuserien jäljellä olevat maturiteetit ovat nykyin suurlta osin alle 90 päivää (ks. **kuvio 6**). Yhdysvaltain arvopaperikomisio (vuoden 1977 säädös) sallii sijoitusrahastojen käyttää jaksotettuun hankintamenoon perustuvaa arvostusta vain, jos instrumenttien jäljellä oleva maturiteetti on enintään 60 päivää, ja tällöinkin edellytetään ylimääräisiä suojatoimia. (!) Vaikka kaikkia rajoituksia sovelletaan kumulatiivisesti, vaarana olisi siis, että jos jäljellä olevan maturiteetin enimmäispituudeksi asetetaan 90 päivää, jaksotettuun hankintamenoon perustuvaa arvostusta käytettäisiin runsaasti. Kiinteähintaisissa rahastoissa jo 0,5 prosentin hinnoitteluvirhe saattaa aiheuttaa sijoituspaon uhan, jos sijoittajat pyrkivät purkamaan rahastosijoituksensa, ennen kuin niiden arvo alenee pysyvästi nimellisarvosta.

Kuvio 6

Saamisten maturiteettijakauma rahastotyypin mukaan (prosenttiosuudet)



Lähde: EJRK:n kysely.

Huom. Luokka "≤ 1 pv" sisältää myös erääntymisajattomat talletukset. Kiinteähintaisten rahastojen kohdalla kattavuus on 82 % yhteenlasketuista varoista.

(1) Säännön 2a-7 nojalla rahamarkkinarahastot voivat tällä hetkellä yleissäännöstä poiketen käyttää jaksotettuun hankintamenoon perustuvaa arvostusta ja tasahintakäytäntöä ilman kyseistä rajoitusta. FSOC:n mukaan (vuoden 2012 suositusohje) vaihtuvahintaiseen malliin siirtyminen edellyttäisi poikkeuksen kumoamista. Tällöin rahamarkkinarahastot joutuisivat arvostamaan sijoitussalkkunsu omaisuuserät samalla tavalla kuin muutkin sijoitusrahastot, eli arvostus jaksotetun hankintameno perusteella olisi mahdollista vain, jos instrumentin jäljellä oleva maturiteetti on enintään 60 päivää ja muut edellytykset täyttyvät.

Maksuvalmiusvaatimuksia koskeva suositus B koskee myös vaihtuvahintaisia rahastoja, ja sen pitäisi pienentää rahastosijoituspaon riskiä entisestään. Vaikka sijoituspaon riskit todennäköisesti pienenevät, niitä ei voida kokonaan sulkea pois, sillä rahamarkkinarahastojen velkojen ja saamisten maturiteetit eivät täysin vastaa toisiaan.

Suositus A saattaa myös auttaa vähentämään rahamarkkinarahastojen taustayhtiöiden keskinäisiin kytköksiin liittyvää järjestelmäriskiä. Koska rahasto-osuuksien hinnat muuttuvat vaihtuvahintaisissa rahastoissa eikä taustayhtiöllä siis ole niin paljon kannustimia pyrkiä vakauttamaan niitä, sijoittajatkään eivät välttämättä odota taustayhtiön implisiittistä ja harkinnanvaraista tukea.

IV.2.2 Arvio

a) Mahdolliset vaikutukset

Kaikkien toimintavaihtoehtojen mahdolliset vaikutukset rahoitusvakauteen ja markkinoiden toimintaan tulisi arvioida perusteellisesti. Kansainvälisesti eniten esillä ollut vaihtoehto on kiinteähintaisten rahamarkkinarahastojen velvoittaminen siirtymään vaihtuvahintaiseen malliin. Koska rahamarkkinarahastoilla on runsaasti kansainvälisiä kytköksiä, paras ratkaisu olisi sääntelyn yhdenmukaistaminen maailmanlaajuisesti. Tällä hetkellä ei kuitenkaan ole varmuutta, onko Yhdysvalloissa (missä on maailman suurimmat rahamarkkinarahastojen markkinat) odotettavissa uusia sääntelyuudistuksia. Euroopassa meneillään olevat hankkeet yhteissijoitusyrityksiä koskevan lainsäädännön uudistamiseksi saattavat tarjota mahdollisuuden ottaa käyttöön toimia, joilla pystytään lieventämään rahamarkkinarahastoihin liittyviä järjestelmäriskejä (ks. osa I).

Yhtäältä (yksipuolinen) pakollinen siirtyminen vaihtuvahintaiseen malliin ei välttämättä aiheuttaisi merkittäviä seurauksia eurooppalaisten rahamarkkinarahastojen kannalta, mikäli oletetaan, että kiinteähintaisten rahastojen sijoittajakunta ei piittaa niinkään rahaston tyypistä vaan pikemminkin sen varojen laadusta. Toisaalta ei voida sulkea pois äkillistä sijoitusten siirtymistä eurooppalaisista kiinteähintaisten rahastoista muille alueille tai muihin tuotteisiin, millä olisi suuri vaikutus etenkin pankkien lyhytaikaisen rahoituksen saantiin ja sen hintaan Euroopassa.

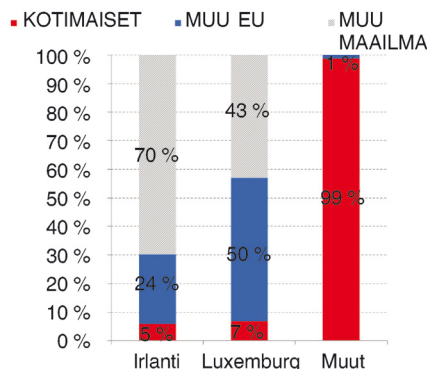
EJRK:n ja yksityisen sektorin toimijoiden välisissä neuvotteluissa osa rahastoalan edustajista totesi, että EU:n sijoittajien keskuudessa kysyntä ei todennäköisesti juuri vähenisi mutta että se voisi supistua selvemmin EU:n ulkopuolella ja erityisesti Yhdysvalloissa, missä sijoittajat suosivat kiinteähintaisia rahastoja. Yhdysvaltalaisijoittajien keskuudessa kysyntä saattaisi vähentyä huomattavastikin, mikäli Yhdysvalloissa ei lähiaikoina toteuteta tai suunnitella vastaavia sääntelyuudistuksia. Varsinkin koska sijoittajien reaktioista ei ole varmuutta, on erittäin vaikea arvioida, miten yksipuolinen siirtyminen vaihtuvahintaiseen malliin vaikuttaisi Euroopassa. Osan II tilastojen pohjalta voidaan kuitenkin tehdä ainakin suuntaa-antavia päätelmiä.

Kiinteähintaisilla rahastoilla on huomattavia saamia EU:n ulkopuolisilta rahalaitoksilta (yhteensä 161 miljardia euroa; saamiset EU:n rahalaitoksilta olivat 146 miljardia euroa). Eniten tällaisia saamia on Irlantiin sijoittautuneilla rahastoilla (128 miljardia euroa, 47 % kokonaissaamisista). Irlantilaisilla kiinteähintaisilla rahastoilla on mittavia saamia (75 miljardia euroa) myös muiden EU-maiden rahalaitoksilta. Luxemburgiin sijoittautuneilla rahastoilla on enemmän saamia EU:n rahalaitoksilta (58 miljardia euroa) kuin EU:n ulkopuolelta (33 miljardia euroa). Tiedot eivät kuitenkaan ole täysin kattavia, eli saamiset voivat todellisuudessa olla suurempiakin. Pakollinen siirtyminen vaihtuvahintaiseen malliin saattaisi siis periaatteessa vaikuttaa eurooppalaisille rahalaitoksille annettuun rahoitukseen (mainitut 146 miljardia euroa), joskin osa tästä määrästä todennäköisesti sijoitettaisiin silloinkin eurooppalaisiin rahalaitoksiin esim. pankkitalletuksina tai ostamalla suoraan eurooppalaispankkien liikkeeseen laskemia arvopapereita.

Rahamarkkinarahastojen sijoittajapohjan maantieteelliseen jakaumaan liittyy huomattavaa epävarmuutta, mikä käy ilmi jo EKP:n tilastoihin ja EJRK:n kyselyyn pohjautuvien lukujen eroista (ks. osan III.3 **taulukko 9**). Valtaosa kiinteähintaisista rahastoista on sijoittautunut Irlantiin tai Luxemburgiin. Osan II taulukossa 4 on eritely niiden sijoittajapohja maantieteellisesti ja toimialoitain (ks. myös **kuviot 7 ja 8** alla).

Kuvio 7

Rahamarkkinarahastojen sijoittajapohjan maantieteellinen jakauma (prosenttiosuudet)

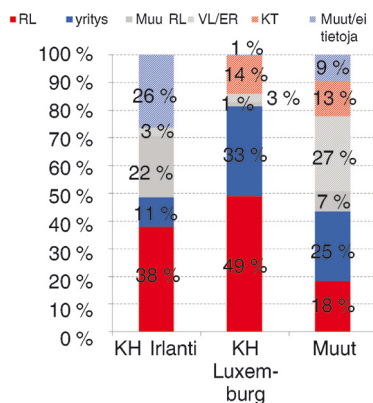


Lähde: EJRK:n kysely.

Huom. Luokka "Muut" sisältää Ranskan, Saksan, Italian ja Espanjan rahastot. Mukana ovat kaikki EJRK:n kyselyn kattamat rahastot. Niiden hallussa on noin 70 % EU:n rahamarkkinarahastojen kokonaisvaroista.

Kuvio 8

Rahamarkkinarahastojen sijoittajapohjan toimialajakauma (prosenttiosuudet)



Lähde: EJRK:n kysely.

Huom. Luokka "Muut" sisältää Ranskan, Saksan, Italian ja Espanjan rahastot sekä Irlannin ja Luxemburgin vaihtuvahintaiset rahastot. Mukana ovat kaikki EJRK:n kyselyn kattamat rahastot. Niiden hallussa on noin 70 % EU:n rahamarkkinarahastojen kokonaisvaroista.

EJRK:n kyselyn mukaan EU:n ulkopuolisten sijoittajien osuus irlantilaisrahastojen sijoittajapohjasta on 70 % (202 miljardia euroa; ks. **kuvio 7**). Kaikki rahamarkkinarahastot kattavien EKP:n tilastojen mukaan taas euroalueen ulkopuolisten sijoittajien osuus on kaikkiaan 82 % (253 miljardia euroa). Vaikuttaa kuitenkin epätodennäköiseltä, että Ison-Britannian ja muiden euroalueen ulkopuolisten EU-maiden sijoittajien osuus olisi vain 51 miljardia euroa (eli lukujen erotus), kun otetaan huomioon, että Englannin punnan määräisiin irlantilaisrahastoihin on sijoitettu varoja noin 134 miljardin euron arvosta. Tarkkoja lukuja ei ole saatavilla, mutta EJRK:n kyselystä saatua lukua (202 miljardia euroa) voitaisiin pitää vaihteluvälän ylärajana, ja alaraja (119 miljardia euroa) saataisiin EKP:n tilastoista vähentämällä koko muun maailman osuudesta (253 miljardia euroa) puntamääräisten rahastojen osuus (134 miljardia euroa). EU:n ulkopuolisten sijoittajien sijoitukset irlantilaisrahastoihin olisivat siis vähintään 119 miljardia euroa ja enintään 202 miljardia euroa. Kyselyn mukaan nämä sijoittajat suosivat (84-prosenttisesti) kiinteähintaisia rahastoja.

EJRK:n kyselyssä kartoitettiin Luxemburgiin sijoittautuneiden rahamarkkinarahastojen sijoittajapohjaa vain osittain (kattavuus on noin 74 % rahastosijoituksista). Kyselyn mukaan EU:n ulkopuolisten sijoittajien osuus koko sijoittajapohjasta oli 43 % eli noin 79 miljardia euroa. EKP:n tilastoissa (joissa ovat mukana myös Ison-Britannian sijoittajat) vastaava luku on 152 miljardia euroa eli 61 % sijoittajapohjasta. Kun siitä vähennetään sijoitukset Luxemburgiin sijoittautuneisiin puntamääräisiin rahastoihin (noin 20 miljardia euroa), suurehkoksi vaihteluväliksi jää 79–132 miljardia euroa.

Kiinteähintaisista rahastoista on saatavilla tietoja vain EJRK:n kyselystä. Sen mukaan EU:n ulkopuolisten sijoittajien osuus koko sijoittajapohjasta on 62 % (257 miljardia euroa). Todellinen luku lienee kuitenkin pienempi, sillä sijoittajien alkuperään liittyy epävarmuutta.

EJRK:n kyselyn perusteella voidaan siis kaiken kaikkiaan todeta, että EU:n ulkopuolelta tulevan, nimenomaan kiinteähintaisiin rahastoihin kohdistuvan kysynnän suuruus saattaisi olla 257 miljardia euroa (eli 25 % koko kysynnästä). Sijoittajapohjan maantieteellinen erittely ei valitettavasti ole niin tarkka, että sen pohjalta voitaisiin määrittää yhdysvaltalaisijoittajien osuus. Mikäli siirtyminen vaihtuvahintaiseen malliin saa nämä sijoittajat siirtämään rahastosijoituksiaan muualle, Euroopan rahamarkkinarahastojen hallussa olevista varoista saattaisi siis poistua neljännes, mikä voisi vaikuttaa myös rahalaitosten rahoituksensaantiin. Koska kiinteähintaiset rahastot sijoittavat varojaan suurelta osin EU:n ulkopuolelle, vaikutus eurooppalaisten rahalaitosten rahoitukseen jäänee kuitenkin pienemmäksi (ks. osan III.2 **taulukko 4**). Lisäksi EU:n ulkopuolisten sijoittajien osuus on todellisuudessa todennäköisesti selvästi pienempi kuin kyselyn tulosten perusteella. IMMFA:n tilastojen mukaan yhdysvaltalaisijoittajien osuus on 10 % eli noin 40 miljardia euroa, joten näiden varojen poistumisen välitön vaikutus jäisi melko pieneksi.

b) Siirtymäjärjestelyt

Pakollinen siirtyminen vaihtuvahintaiseen malliin edellyttäisi siirtymäjärjestelyjä. Ensinnäkin kiinteähintaisen rahastojen muuntaminen vaihtuvahintaisiksi voisi olla toiminnallisesti haastavaa sekä rahastojen hoitajien että sijoittajien kannalta, sillä tietotekniikka- ja kirjausjärjestelmiä voisi olla tarpeen järjestellä uudelleen. Toisekseen seurauksena saattaa olla mittavia rahastolunastuksia, jos sijoittajat epäilevät vallitsevan kiinteän hinnan poikkeavan rahasto-osuuksien käyvästä arvosta ja purkavat sijoituksiaan välttääkseen mahdollisia tappioita. Olemassa oleville kiinteähintaisille rahamarkkinarahastoille on siis suositeltavaa antaa riittävän pitkä siirtymäaika, jotta ne ehtivät tehdä tarvittavat muutokset ennen kiinteästä hinnasta luopumista. Siirtymäaika voisi olla vähintään kaksi vuotta lopullisten sääntöjen julkaisemisesta. Lisäksi rahamarkkinarahastojen tulisi ilmoittaa vaihtuvahintaiseen malliin siirtymisestä ja selittää sen vaikutukset perusteellisesti hyvässä ajoin, ennen kuin muutos toteutetaan. Tällöin myös sijoittajille jäisi riittävästi aikaa ottaa huomioon mahdolliset Yhdysvalloissa toteutettavat rahamarkkinarahastoihin vaikuttavat sääntelyuudistukset. Näin voidaan vähentää etulinjassa toimimiseen liittyviä epäilyksiä.

c) Vakavaraisuusvaatimukset mahdollisena vaihtoehtona

Perustelut

FSB ehdottaa (ks. marraskuun 2012 valmisteluasiakirja), että mikäli siirtyminen vaihtuvahintaiseen malliin ei ole mahdollinen, rahamarkkinarahastoille asetetaan vaatimuksia, jotka vaikuttavat samalla tavalla kuin pankkien vakavaraisuusvaatimukset. Jos unionissa ei laadita lainsäädäntöä, jolla kaikki kiinteähintaiset rahamarkkinarahastot veloitetaan muuttamaan vaihtuvahintaisiksi, ehdotuksen mukaan otettaisiin käyttöön pankkisääntelyn kaltaisia tiukkoja suojoitoksia, kuten vakavaraisuusvaatimuksia.

Seuraavassa tarkastellaan ensisijaisesti vakavaraisuusvaatimuksia. Muodollisten vakavaraisuusvaatimusten asettamista voitaisiin perustella sillä, että kiinteähintaisen rahastojen rahasto-osuudet voidaan käsitteellisesti rinnastaa pankkitalletuksiin (joiden suojana ovat pankkien vakavaraisuusvaatimukset). Kiinteähintaisille rahastoille asetettavien vakavaraisuusvaatimusten tarkoituksena on parantaa rahastojen kykyä selviytyä tappioista, joita voi aiheutua saamiin liittyvistä maksukyvyttömyystapauksista taikka lunastusvaatimusten toteuttamiseksi tehtävistä, rahasto-osuuksien kiinteää arvoa horjuttavista omaisuuserien myynneistä. Näin saatetaan lieventää näihin rahastoihin liittyvää järjestelmäriskiä, sillä varhaisesta lunastamisesta ei jännitteiden yhteydessä koidu sijoittajille etisenlaista etua, kunhan tappioiden odotetaan jäävän pääomapuskuria pienemmiksi. ⁽¹⁾

Lisäksi kiinteähintaiset rahamarkkinarahastot voitaisiin velvoittaa hakemaan rajattua pankkitoimilupaa (ks. Euroopan parlamentin valiokuntamietintö, 2012). Näin varmistettaisiin, että kiinteähintaisiin rahastoihin sovelletaan samankaltaisia toiminnan vakautta ja etenkin pääomaa koskevia säännöksiä kuin pankkeihin. Lisäksi rahastot pääsisivät pankkien tavoin talletussuojan piiriin ja voisivat turvautua keskuspankin tarjoamaan likviditeettiin.

Mahdolliset toimintamallit

Kansainvälisissä neuvotteluissa on ollut esillä kaksi eri mallia vakavaraisuusvaatimusten toteuttamiseksi: 1) sijoittajien rahoittama varantopuskuri osuuksien arvon pitämiseksi vakaana ja 2) rahaston hoitajalle asetettavat vakavaraisuusvaatimukset. Seuraavassa käydään läpi kumpaakin mallia.

i) Markkinoiden rahoittama varantopuskuri

Ensimmäinen vaihtoehto olisi rahastokohtainen varantopuskuri, johon rahamarkkinarahasto siirtäisi osan tuotoistaan mahdollisten tappioiden kattamiseksi ja rahasto-osuuksien arvon pitämiseksi vakaana. Lailla määritettäisiin vähimmäissuuruus, jonka ylittyttyä rahaston ei enää tarvitse siirtää osaa tuloistaan varantopuskuriin. Malliin liittyy kuitenkin useita haittoja (ks. IOSCON asiakirja lokakuulta 2012).

⁽¹⁾ Ks. esim. Gordon ja Gandia (2012), Squam Lake Group (2011) sekä FSOC (2012).

Riittävän suuren puskurin kokoaminen veisi aikaa, ja prosessin pitkittyessä sen hyöty jäisi siirtymäaikana vähäiseksi. Pienemmän puskurin kerääminen kävisi nopeammin, mutta sen käyttömahdollisuudet olisivat rajalliset. Siitä voisi myös syntyä erheellinen mielikuva, että sijoittajien suoja on parempi kuin se todellisuudessa onkaan, mikä lisäisi järjestelmäriskkejä. Lisäksi mittavan varantopuskurin kokoaminen olisi vaikeaa nykytilanteessa, jossa korkotaso on alhainen.

Puskurin luominen saattaa myös johtaa etujen siirtymiseen nykyisiltä tuleville osuudenhaltijoille, sillä nykyiset osuudenhaltijat rahoittavat puskurin mutta mahdollinen hyöty koituu tuleville osuudenhaltijoille.

Puskurin myötä rahaston tarjoamat tuotot pienenevät, mikä voi vähentää rahaston houkuttelevuutta sijoittajien silmissä ja saattaa johtaa kysynnän kiihtymiseen. Osa rahastoista saattaa päättää lopettaa toimintansa puskurin välttämiseksi, jolloin koko rahamarkkinarahastoala pienenee ja rahalaitosten lyhytaikaisen rahoituksen hankinta tästä niille tärkeästä lähteestä vaikeutuu.

Lisäksi se seikka, että puskuri rahoitettaisiin osuudenhaltijoiden eikä rahaston hoitajan/taustayhtiön varoin, saattaa vähentää kannustimia vakauteen tähtäävään riskienhallintaan rahaston hoidossa.

ii) Taustayhtiölle asetettava vakavaraisuusvaatimus / eksplisiittisen takauksen vaatimus

Toisessa vaihtoehdossa edellytettäisiin, että rahamarkkinarahastojen hoitajat/taustayhtiöt sitoutuvat eksplisiittisesti antamaan taloudellista tukea (nykyään oletukset tuesta ovat usein implisiittisiä ja tuki harkinnanvaraista). Näin tuesta tulisi pakollista ja rahaston hoitajan/taustayhtiön olisi pakko kirjata siihen liittyvät kulut taseeseensa. Tällainen eksplisiittinen sitoutuminen olisi järkevä vaihtoehto siksikin, että yksi rahamarkkinarahastoihin liittyvien järjestelmäriskien lähteistä on taustayhtiön tuen harkinnanvaraisuus (ks. osa II.2).

Rahamarkkinarahastojen hoitajat – tai yleisemmin taustayhtiöt – voitaisiin velvoittaa luomaan ja rahoittamaan turvatalletus, jolla katetaan rahamarkkinarahaston tappiot. Talletuspääoma pidettäisiin rahamarkkinarahaston ulkopuolella, ja se luettaisiin taustayhtiön/takaajan pääomaan eikä rahamarkkinarahaston velkoihin. Rahastosijoittajat joutuisivat osallistumaan kustannuksiin välillisesti (esim. maksamalla korkeampia palvelumaksuja), mikä saattaisi vähentää kysyntää. Toisena vaihtoehtona on, että rahaston hoitaja/taustayhtiö antaa eksplisiittisen takauksen. Edellytyksenä kuitenkin on, että se on sääntelyn alainen yhteisö ja siihen sovelletaan vakavaraisuusvaatimuksia.

Suuruus

Edellytettävän varantopuskurin tai turvatalletuksen tulisi olla riittävän suuri, jotta se tarjoaa huomattavan suojan tappioiden varalta ja vähentää siten tehokkaasti sijoituspaon riskiä. Muuten sijoittajat saattavat pyrkiä purkamaan rahastosijoituksiaan, jos rahaston tappiot uhkaavat kasvaa varantopuskuria suuremmiksi tai jos takaajan tuenantokyvystä esiintyy epäilyksiä. Varsinkin siinä tapauksessa, että kiinteähintaisten osuuksien malli säilytetään, taustayhtiöltä edellytettävään eksplisiittiseen takaukseen liittyvät vakavaraisuusvaatimukset tulisi määrittää niin, että ne vastaavat pankkien lakisääteisiä vakavaraisuusvaatimuksia.

Squam Lake Group (ks. asiakirja vuodelta 2011) on ehdottanut, että vaadittavan puskurin suuruutta määritettäessä käytettäisiin apuna tietoja siitä, missä määrin taustayhtiöt ovat aiemmin tukeneet kiinteähintaisia rahastoja estääkseen osuuksien arvon alentumisen. Esimerkkinä mainittakoon, että Lehman Brothers -investointipankin vararikkoa seuranneina kahtena päivänä Reserve Primary Fund -rahaston varantopuskurissa olisi täytynyt olla 0,03 Yhdysvaltain dollaria kutakin rahasto-osuutta kohti, sillä osuuksien vähimmäishinnaksi ilmoitettiin tuolloin 97 senttiä.

Yhdysvalloissa **FSOC** on esittänyt (ks. ehdotukset vuodelta 2012), että puskurin koko mitoitetaan rahaston varojen riskipitoisuuden mukaan seuraavasti: 1) ei puskurivaatimuksia käteiselle, valtion velkapapereille eikä takaisinostosopimuksille, joiden vakuutena on yksinomaan käteistä tai valtion velkapapereita; 2) 0,75 prosentin puskuri päivässä likvideille varoille (tai verovapaiden rahastojen kohdalla viikossa likvideille varoille); 3) 1,00 prosentin puskuri kaikille muille varoille. Puskuri ei sisälly niihin varoihin, joita tarvitaan kiinteähintaisten rahastojen osuuksien hinnan pitämiseksi vakaina, vaan sitä pidetään niiden lisäksi. FSOC on myös todennut, että vaikka rahamarkkinarahastot pääsääntöisesti sijoittavat vähäriskisiin arvopapereihin, kokemukset ovat osoittaneet, että rahastojen tappiot voivat olla suurempia kuin edellä mainittu 1 prosentin puskuri. Siksi FSOC on esittänyt vaihtoehtoisesti enimmillään 3 prosentin puskuria (salkun koostumuksen mukaan). Lisäksi FSOC:n ehdotuksiin sisältyy ajatus määrätystä vähimmäisriskistä: kukin sijoittaja voisi purkaa tietyn osuuden rahastosijoituksistaan vasta viiveellä.

IOSCO on käyttänyt esimerkkinä 0,50 prosentin vähimmäispuskuria, jolla katettaisiin osuuksien nimellisarvon ja markkina-arvon väliset erot. Tämän suuruinen puskuri ei kuitenkaan vastaisi toiminnallisesti FSB:n esittämiä pankkien vakavaraisuusvaatimuksia (ks. **FSB**:n ehdotukset marraskuulta 2012). **Basel III** -säännösten nojalla pankeilla on oltava riittävästi pääomaa seuraavien vaatimusten täyttämiseksi: riskipainoihin perustuvat pääomavaatimukset sekä omavaraisuusastetta koskevat vaatimukset. Pankin omavaraisuusasteen — eli oman pääoman suhteen pankin saamiin — tulee olla vähintään 3 % (ks. Baselin pankkivalvontakomitean Basel III -säännöt vuodelta 2010, kohta 153). Jos siis rahamarkkinarahaston varat kirjataan takaajapankin konsolidoituun taseeseen, sovellettava pääomavaatimus olisi 3 % rahamarkkinarahaston varojen arvosta. Jotta vaatimukset vastaisivat pankkien vakavaraisuussääntelyä, olisi näin ollen yleisesti harkittava 3

prosentin pääomapuskuria riippumatta siitä, onko pääomasitoumuksen antaja pankki vai (mikäli sallittua) rahaston hoitaja tai jokin ulkopuolinen osapuoli. Baselin pankkivalvontakomitean ehdottamaa 3 prosentin omavaraisuusastetta kuitenkin testataan siirtymäkaudella tammikuusta 2013 tammikuuhun 2017, joten muutokset ovat vielä mahdollisia.

Riskit

Vakavaraisuusvaatimusten asettamiseen liittyy useita riskejä. Ensinnäkin niillä saattaisi olla merkittävä vaikutus rahaston hoitajan/taustayhtiön pääomatarpeisiin. Kuten edellä todettiin, Basel III -sääntöjen nojalla pääomavaatimuksena saattaisi olla vähintään 3 % rahamarkkinarahaston varojen arvosta. Eräät EJRK:n jäsenet arvioivat, että joidenkin eurooppalaispankkien oma pääoma supistuisi jopa puoli prosenttiyksikköä, jos ne joutuisivat luomaan pääomapuskurin, jonka suuruus on 3 % pankkikonsernin hoitamien kiinteähintaisten rahamarkkinarahastojen kokonaisvaroista (olettaen, että puskuri kirjataan pankin taseeseen saamiseksi ja vähennetään täysimääräisesti sen omasta pääomasta).

Lisäksi eksplisiittisen sitoumuksen vaatiminen saattaisi lisätä rahoitusjärjestelmän (ja etenkin pankkijärjestelmän) sisäisiä kytköksiä, varsinkin jos järjestelmäriskin kannalta merkittävät taustayhtiöt pystyvät rahoittamaan pääomapuskurin muita paremmin. Toisaalta voitaisiin väittää, että vakavaraisuusvaatimuksilla ei niinkään lisättäisi kytköksiä vaan tuotaisiin olemassa olevat implisiittisen tukeen perustuvat kytkökset avoimemmin esiin. Näin sijoittajat saisivat kattavamman kuvan sekä pankkeihin että rahamarkkinarahastoihin liittyvistä riskeistä. Kiinteähintaisten rahamarkkinarahastojen toiminta Euroopassa on kuitenkin jo hyvin keskittynyttä (ks. osa III.4). Vakavaraisuusvaatimusten asettaminen kiinteähintaisille rahastoille tai niiden taustayhtiöille lisäisi todennäköisesti sektorin — ja sen myötä myös riskien — keskittymistä entisestään.

Koska sijoittajat joutuisivat todennäköisesti osallistumaan varantopuskurien tai vakavaraisuusvaatimusten rahoittamiseen (ainakin välillisesti maksamalla korkeampia palvelumaksuja), seurauksena saattaisi olla kysynnän vähentyminen sijoittajien keskuudessa. Lisäksi pankkien rahoituksensaanti voisi vaikeutua, sillä eurooppalaisten kiinteähintaisten rahamarkkinarahastojen tarjoaman rahoituksen osuus rahalaitosten rahoituksensaannista Euroopassa on noin 146 miljardia euroa.

Kaiken kaikkiaan parhaalta ratkaisulta vaikuttaa kiinteähintaisten rahastojen muuttuminen vaihtuvahintaisiksi — eikä vakavaraisuusvaatimusten asettaminen, vaikka eksplisiittiset sitoumukset ovatkin vakauden ja avoimuuden kannalta implisiittisiä sitoumuksia suositeltavampia. Varantopuskurit eivät vastaa sijoitusrahastojen perusluonnetta, johon kuuluu, että sijoittajat kantavat sijoituksiin liittyvät riskit. Lisäksi ne saattavat entisestään hämärtää eroa pankkeihin nähden.

IV.3 Suositus B — Maksuvalmiusvaatimukset

Komission suositetaan varmistavan, että asiaa koskevassa unionin lainsäädännössä

- 1. täydennetään olemassa olevia likviditeettivaatimuksia asettamalla rahamarkkinarahastojen päivässä ja viikossa likvideille varoille yksiselitteiset vähimmäismäärät;**
- 2. vahvistetaan rahastojen hoitajien vastuuta maksuvalmiusriskien seurannasta;**
- 3. edellytetään, että kansallisilla valvontaviranomaisilla ja rahastojen hoitajilla on käytössään keinot, joilla voidaan puuttua rahastokohtaisen tai koko markkinoiden kehityksen aiheuttamista häiriöistä johtuviin maksuvalmiusvaikeuksiin tehokkaasti esimerkiksi keskeyttämällä rahastolunastukset tilapäisesti.**

IV.3.1 Taloudelliset perusteet

a) Rahamarkkinarahastojen häiriönsietokyvyn parantaminen

Suositus B noudattelee likviditeetin hallintaa koskevaa IOSCO-suositusta 7, jossa todetaan, että rahamarkkinarahastojen tulisi pitää hallussaan tietty vähimmäismäärä likvidejä varoja, jotta niillä on paremmat valmiudet selviytyä lunastuksista ja välttää pakkomyynnit.

Euroopan unionilla on jo vahva maksuvalmiusriskin hallintaa koskeva lainsäädäntö (ks. osa I.2). Esimerkiksi yhteissijoitusyrityksiä koskevan direktiivin 1 artiklassa määritellyn yleisperiaatteen mukaan rahasto-osuudet on lunastettava osuudenhaltijoiden pyynnöstä. CESR:n/EAMV:n suuntaviivoissa todetaan, että rahamarkkinarahastojen on hoidettava likviditeetin hallintansa siten, että sijoittajien rahasto-osuudet voidaan lunastaa päivässä. CESR:n/EAMV:n suuntaviivoissa myös määritellään rajat rahamarkkinarahaston sijoitussalkun instrumenttien painotetulle keskimääräiselle maturiteetille ja painotetulle keskimääräiselle elinajalle. Näin asetetaan vaatimuksia likviditeetin hallinnalle ja pakotetaan rahastojen hoitajat pitämään hallussa likvidejä varoja.

Toisin kuin varsinkin Yhdysvalloissa, unionin lainsäädännössä ei ole määritelty yksiselitteisiä suhdelukuja rahamarkkina-rahastojen hallussa olevien likvidien varojen vähimmäismäärälle. On huomionarvoista, että Euroopan parlamentti (ks. talous- ja raha-asioiden valiokunnan mietintö vuodelta 2012) kehotti komissiota harkitsemaan rahamarkkinarahastoille asetettavia likviditeettivaatimuksia, joissa määritellään vähimmäismäärät päivässä, viikossa ja kuukaudessa likvideille varoille. ⁽¹⁾

Likvidien varojen avulla rahamarkkinarahastot pystyvät maksamaan osuudenhaltijoille lunastusten yhteydessä sekä välttämään omaisuuserien pakkomyynnit tappiolla. Näin voidaan myös estää ongelmien leviäminen muihin rahastoihin, joilla on hallussaan samanlaisia arvopapereita. Näin ollen suositetaan, että unionin lainsäädännössä asetetaan yksiselitteiset vähimmäismäärät päivässä ja viikossa likvideille varoille. Suosituksesta odotetaan koituvan seuraavia keskeisiä etuja:

- a) Likvidien varojen avulla rahamarkkinarahastot pystyvät täyttämään sijoittajien suuretkin lunastusvaatimukset ja selviytymään markkinoiden heilahteluista. Näin esimerkiksi Yhdysvaltain rahamarkkinarahastot selviytyivät merkittävistä rahastolunastuksista kesällä 2011. ⁽²⁾
- b) Rahamarkkinarahastojen likviditeetin hallintakäytännöt yhtenäistyvät Euroopassa, mikä lisää sijoittajien luottamusta. IMMFA:n käytännösäännöissä ja luottoluokituslaitosten menetelmissä on tällä hetkellä erilaisia kynnysarvoja ja vaatimuksia likviditeetin hallinnalle (ks. **kehikko 1**). Yhdysvalloissa sitä vastoin rahastojen päivässä ja viikossa likvideille varoille on määritelty vähimmäismäärät.
- c) Rahamarkkinarahastot tähtäävät likviditeetin hallinnassaan pitkällä aikavälillä toiminnan vakauteen. Rahamarkkinarahastojen maksuvalmius on parantunut vuoden 2008 finanssikriisin, EU:n valtionvelkakriisistä johtuvan riskinottohaluttomuuden kasvun sekä markkinoiden voimakkaiden heilahtelujen myötä. Kun markkinatilanne vakaantuu, vaarana on, että rahamarkkinarahastot vähentävät jälleen likvidien omaisuuserien määrää sijoitussalkkussaan ja sijoittavat varojaan tuottavampiin, pitempiä aikaisiin instrumentteihin, mikä saattaa horjuttaa rahastojen maksuvalmiusasemaa.
- d) Yksiselitteiset suhdeluvut otettaisiin käyttöön osana vakauteen tähtäävää likviditeettiriskin hallintaa (kuten se on määritelty esim. yhteissijoitusrytysä koskevan direktiivin 51 artiklassa), jossa rahastoyhtiö kantaa täyden vastuun likviditeetin hallinnastaan.

Kehikko 1

Erilaisia maksuvalmiusaste- ja likvidiysvaatimuksia

IMMFA: Vähintään 10 % rahaston nettovaroista täytyy olla sijoitettuina instrumentteihin, jotka erääntyvät seuraavana työpäivänä, ja vähintään 20 % instrumentteihin, jotka erääntyvät viiden työpäivän sisällä. Valtionvelan kohdalla voidaan eräpäivän asemesta ottaa huomioon kunkin instrumentin likvidiys.

Fitch: Määritelmän mukaan seuraavat varat ovat päivässä likvidejä: vähintään luokituksen "A" tai "F1" tai vastaavantasoisien muun luokituksen saaneen omaisuudensäilyttäjän hallussa oleva käteinen; yön yli -takaisinostosopimukset; Fitchin AAmmf-luokituksen tai vastaavantasoisien muun luokituksen saaneiden rahamarkkinarahastojen rahasto-osuudet; arvopaperit, jotka erääntyvät yhdessä työpäivässä tai joihin liittyy asianmukaisen luokituksen saaneen yhteisön antama lunastussitoumus, joka on arvopaperin haltijan vaatimuksesta maksettava päivän kuluessa; sekä hyvän luottoluokituksen saaneiden valtioiden liikkeeseen laskemat, sijoitussalkun perusvaluutan määräiset suorat joukkolainat, joiden markkinat ovat erittäin likvidit ja joiden jäljellä oleva maturiteetti on enintään 397 päivää. Viikossa likvidejä ovat kaikki edellä mainitut varat sekä arvopaperit, jotka erääntyvät viidessä työpäivässä tai joihin liittyy asianmukaisen luokituksen saaneen yhteisön antama lunastussitoumus, joka on arvopaperin haltijan vaatimuksesta maksettava viiden päivän kuluessa, sekä hyvän luottoluokituksen saaneiden ylikansallisten tai valtiosidonnaisten laitosten liikkeeseen laskemat arvopaperit, joiden markkinat ovat erittäin likvidit ja joiden jäljellä oleva maturiteetti on enintään 95 päivää.

Moody's: Maksuvalmiuden arvioinnissa otetaan huomioon varojen maturiteettijakauma ja laatu sekä ennakoimattomien suurten lunastusten riski. Arviossa tarkastellaan, kuinka suuri osuus rahaston varoista on sijoitettu likvideihin arvopapereihin, etenkin Aaa-luokituksen saaneisiin maturiteetiltaan erimittaisiin valtion velkapapereihin, sekä muihin likvideihin omaisuuseriin kuten arvopapereihin, joiden maturiteetti on alle seitsemän päivää.

Yhdysvaltain arvopaperikomisio: Vaatimuksena on, että Yhdysvaltain rahamarkkinarahastojen varoista vähintään 10 % on sijoitettu käteiseen (yön yli -maturiteetti) ja 30 % omaisuuseriin, jotka erääntyvät viikon sisällä. Määritelmän mukaan seuraavat varat ovat päivässä likvidejä: käteinen, Yhdysvaltain valtion velkapaperit sekä arvopaperit, jotka

⁽¹⁾ Euroopan parlamentti myös kehotti komissiota säätämään likviditeettimaksun perimisestä tietyn kynnysarvon ylityessä, mihin liittyisi myös velvollisuus ilmoittaa välittömästi toimivaltaiselle valvontaviranomaiselle ja EAMV:lle.

⁽²⁾ FSOC:n (2012) mukaan institutionaalisista prime-rahamarkkinarahastoista kotiutettiin 3.8.2011 päättyneellä kahdeksan viikon jaksolla varoja nettomääräisesti 179 miljardin Yhdysvaltain dollarin arvosta (16 % kokonaisvaroista).

voidaan muuttaa käteiseksi yhdessä työpäivässä. Viikossa likvidejä varoja ovat käteinen, Yhdysvaltain valtion velkaperit, valtiosidonnaisten laitosten joukkolainat, joiden jäljellä oleva maturiteetti on enintään 60 päivää, sekä arvopaperit, joiden jäljellä oleva maturiteetti on enintään viisi työpäivää tai jotka voidaan myymällä muuttaa käteiseksi viidessä työpäivässä.

Huom. Otteita kunkin toimijan säännöistä. Tarkempia tietoja; ks. sovellettavat säännökset ja menetelmät.

Seuraavat tekijät tulisi ottaa huomioon määriteltäessä maksuvalmiuspuskurien kokoa ja koostumusta:

- a) Puskureille asetettavien suuruusvaatimusten ja omaisuuserille asetettavien kelpoisuusvaatimusten välille on löydettävä tasapaino. Tehtävän haasteellisuudesta kertoo, että Euroopassa on tällä hetkellä eroja niin käytössä olevissa menetelmissä kuin rahamarkkinarahastojen ilmoittamissa likvidien varojen määrää koskevissa tiedoissakin. Mitä tiukemmat suuruusvaatimukset puskureille asetetaan, sitä vaikeampi ne on täyttää laadukkailla omaisuuserillä.
- b) Sekä päivässä että viikossa likvideille varoille tarvitaan määritelmä. Päivässä likvidit varat ovat tärkeitä, sillä lunastusvaatimuksia voi tulla lyhyessä ajassa runsaasti. ⁽¹⁾ Viikossa likvidit varat parantavat rahaston kykyä selviytyä häiriöistä ja suurista lunastuksista. Hyväksyttävien omaisuuserien joukko on niin ikään suurempi.
- c) Likvidien varojen määritelmässä olisi painotettava ensisijaisesti jäljellä olevaa maturiteettia (paitsi käteisen kohdalla), jotta vähennetään rahastojen riippuvuutta jälkimarkkinoiden likvidiydestä. Jos siis omaisuuserä on määritelty yhdes- sä/viidessä päivässä likvidiksi, sen jäljellä olevan maturiteetin pitäisi olla enintään yksi päivä / viisi päivää. Tällöin ei tarvitse luottaa oletuksiin eri omaisuuserien markkinoiden likvidiydestä, sillä markkinoiden kärsiessä häiriöistä likvi- deistä varoista saattaa tulla epälikvidejä. Määritelmä poikkeaa Yhdysvalloissa käytössä olevasta määritelmästä, joka kattaa myös valtion ja valtiosidonnaisten laitosten velkapapereita Yhdysvaltain valtionvelkamarkkinoiden erityispiirte- den ja koon vuoksi.
- d) Puskureita määriteltäessä tulisi ottaa huomioon omaisuuserien mahdolliseen valinnaiseen erääntymiseen liittyvät riskit. Valinnainen erääntyminen voi perustua erilaisiin tekijöihin, joihin voi liittyä myös vastapuoliriskejä, kuten myyntioption (esim. myyntioption sisältävät joukkolainat) peruutusoptioon (esim. peruutusmahdollisuuden sisältävät optiosopimukset) tai osto-optioon (esim. takaisinosto-option sisältävät reposopimukset). Tällaiset tekijät voivat edistää häiriöiden leviämistä ja heikentää rahastojen maksuvalmiusasemaa, varsinkin jos markkinoilla on häiriöitä.
- e) Olisi otettava huomioon myös muut, etenkin pankkikytöksiin liittyvät tekijät, jotka voivat vaikuttaa maksuvalmiuspuskuriin hyväksyttävien omaisuuserien saatavuuteen.

b) Maksuvalmiusriskin parempi hallinta

Määriteltäviä kynnysarvoja tulisi pitää vähimmäismäärinä, eli rahastojen likvidit varat tulisi mitoittaa kunkin rahaston profiilin, sijoittajapohjaan liittyvien tekijöiden (esim. sijoittajatyypit, lunastuskäytännöt, sijoittajapohjan keskittyminen) sekä markkinatilanteen mukaan.

Osana hyvin käytäntöihin perustuvaa vankkaa likviditeettihallintaa rahastojen hoitajien tulisi IOSCO-suosituksen 8 mukaisesti kehittää säännöllisiä stressitestejä. Testeihin tulisi sisältyä useita (sekä rahastokohtaisia että koko markkinoiden laajuisia) häiriöskenaarioita, joissa häiriöt vaikuttavat rahaston likviditeettiprofiiliin. Rahamarkkinarahastoilla tulisi myös olla varasuunnitelmat tällaisten häiriötilanteiden varalta.

IOSCO-suosituksen 6 mukaan on tärkeää ottaa huomioon myös rahaston osuudenhaltijat — etenkin unionin alueella, missä sijoittajapohja koostuu valtaosin institutionaalisista sijoittajista, jotka yleisesti ottaen purkavat sijoituksiaan muita osuudenhaltijoita todennäköisemmin. Edellä todettiin, että EJRK:n kyselyn perusteella sijoittajapohjaan liittyy epävarmuutta (ks. osa III.3). Lisäksi yksittäistapauksista saadut tiedot viittaavat siihen, että kaupankäyntialustojen merkitys kasvaa Euroopassa, joten osuudenhaltijoista on aiempaa vaikeampaa saada tietoa. Tämän kehityssuuntauksen vaikutukset olisi arvioitava. Lisäksi rahamarkkinarahastot voitaisiin velvoittaa keräämään tiedot rahasto-osuuksien todellisista omistajista, kuten Yhdysvaltain rahamarkkinarahastoja koskevissa FSOC:n suositusehdotuksissa esitetään. ⁽²⁾

⁽¹⁾ Reserve Primary Fund -rahastosta pyrittiin kahden päivän aikana kotiuttamaan varoja noin 40 miljardin euron arvosta, ja prime-rahamarkkinarahastot menettivät viikon aikana 15 % varoistaan.

⁽²⁾ Marraskuussa 2012 julkaistussa suositusehdotuksissa pohditaan vaatimusta, että rahastolla tulisi olla tiedot osuudenhaltijoistaan.

c) Likviditeetin hallinta häiriöiden aikana

Tilanteita, joissa markkinoilla esiintyy erittäin voimakkaita jännitteitä tai rahastosijoituksia puretaan suurissa määrin rahastokohtaisen tai koko markkinoiden kehityksen vuoksi, ei voida välttää, vaikka rahaston likviditeetin hallinnassa tähdittäisiin toiminnan vakauteen. IOSCO-suosituksessa 9 todetaankin, että *rahamarkkinarahastoilla täytyy olla käytössään keinot poikkeuksellisen markkinatilanteen ja huomattavien lunastuspaineiden varalle*. Näillä keinoilla voidaan lievittää lunastuspaineita ja ehkäistä siten rahastosijoituspakoa ja muita rahaston tai rahastoryppään sijoittajien laumakäyttäytymistä. IOSCO on myös todennut, että *häiriöiden leviämisen välttämiseksi sääntelyviranomaisille voidaan tarvittaessa antaa valtuudet edellyttää tällaisten keinojen käyttöä tilanteissa, joissa yhden tai useamman rahamarkkinarahaston poikkeuksellinen tilanne voi vaikuttaa koko rahoitusjärjestelmään*.

Unionin lainsäädännössä niin yhteissijoitusyrityksiä koskevassa direktiivissä kuin vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevassa direktiivissäkin säädetään mahdollisuudesta keskeyttää lunastukset väliaikaisesti.

- Yhteissijoitusyrityksiä koskevan direktiivin 45 artiklan 2 kohdan mukaan jäsenvaltiot voivat antaa toimivaltaisille viranomaisille valtuudet vaatia osuuksien merkitsemisen, takaisinoston tai lunastuksen väliaikaista keskeyttämistä tai sallia tällainen keskeyttäminen, edellyttäen että keskeyttäminen on perusteltua osuudenhaltijoiden tai yleisön suojelemiseksi. Direktiivin 84 artiklan 2 kohdan mukaan yhteissijoitusyritys voi väliaikaisesti keskeyttää osuuksiensa takaisinoston tai lunastamisen poikkeuksellisissa tilanteissa, joissa olosuhteet edellyttävät sitä ja joissa se on osuudenhaltijoiden edut huomioon ottaen perusteltua.
- Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annetun direktiivin 46 artiklan 2 kohdassa todetaan, että toimivaltaisilla viranomaisilla on oltava valtuudet vaatia osuuksien liikkeeseenlaskun, takaisinoston tai lunastuksen keskeyttämistä, jos osuuksien haltijoiden tai yleisön etu sitä edellyttää. Valtuuksista ei kuitenkaan säädetä rahastojen tasolla. Direktiivin 23 artiklan 1 kohdan h alakohdassa edellytetään tietojen antamista vaihtoehtoisen sijoitusrahaston maksuvalmiusriskien hallinnasta, myös oikeudesta vaatia lunastusta sekä normaali- että poikkeustilanteissa.

Säännökset poikkeavat Yhdysvaltain säännöksistä, joiden mukaan rahasto on purettava lunastusten keskeyttämisen jälkeen. ⁽¹⁾ Tilapäinen keskeyttäminen on todennäköisesti sopivin reaktio poikkeuksellisissa olosuhteissa, joissa rahastoihin kohdistuu merkittäviä lunastuspaineita. Yhteissijoitusyrityksiä koskevan direktiivin mukainen mahdollisuus lunastusten tilapäiseen keskeyttämiseen tulisikin ulottaa unionin lainsäädännössä koskemaan kaikkia rahastoja (sekä yhteissijoitusyrityksiä että muita rahastoja). ⁽²⁾ Unionin lainsäädännössä on jo säädetty sekä yhteissijoitusyritysten että muiden rahastojen kohdalla, että myös toimivaltaiset viranomaiset voivat vaatia keskeyttämään lunastukset tilapäisesti, mikäli osuudenhaltijoiden tai yleisön etu sitä vaatii. Säännökset ovat IOSCO-suositusten mukaisia.

Tilapäisen keskeytysmahdollisuuden lisäksi voitaisiin harkita, tulisiko rahamarkkinarahastot velvoittaa ottamaan käyttöön muitakin poikkeuksellisia likviditeetin hallintavälineitä. Välineiden käyttöehdot ja -olosuhteet olisi määriteltävä selkeästi, ja niiden hyödyt rahoitusvakauden kannalta olisi arvioitava. Tarkemmin voidaan arvioida varsinkin sellaisten (IOSCO-suosituksiinkin sisältyvien) järjestelyjen etuja, joissa rahasto-osuuksista voidaan päivän aikana lunastaa vain tietty enimmäisosuus.

Kuten IOSCO-suosituksissa on todettu, sijoittajille olisi tiedotettava asianmukaisesti häiriötilanteissa noudatettavista menettelyistä. Rahastojen on varmistettava, että sijoittajat tietävät, missä olosuhteissa nämä menettelyt (kuten lunastusten keskeyttäminen) voivat käynnistyä. Menettelyjen toteutuksesta ja ehdoista ei kuitenkaan tulisi antaa yksityiskohtaisia tietoja, jotta ei synny varhaisen lunastuksen etuja eikä ennalta ehkäisevän rahastosijoituspaon riskiä. Häiriötilanteissa noudatettavien menettelyjen julkistamista käsitellään jäljempänä suosituksen C kohdassa 3.

IV.3.2 Arvio

IOSCO kartoitti keväällä 2012 suhtautumista likvidejä varoja koskevien erityisvaatimusten käyttöönottoon. Saaduissa vastauksissa yleisesti ottaen kannatettiin maksuvalmiuspuskurien käyttöönottoa rahamarkkinarahastoissa. Vastauksissa korostuivat erityisesti Yhdysvaltain sääntelyuudistusten (uudistettu sääntö 2a–7) rahastojen häiriönsietokykyä parantavat vaikutukset. Unionin alueelta saaduissa vastauksissa kiinnitettiin huomiota siihen, että toisin kuin Yhdysvalloissa, Euroopassa ei ole yhdenmukaisia likviditeetin hallintasääntöjä, ja kannatettiin yleisesti sääntelyviranomaisten aloitteellisuutta.

Jotta voidaan arvioida uusien määrällisten likviditeetin hallintavaatimusten mahdollisia vaikutuksia, on tarkasteltava rahastojen sijoitusalkkujen tämänhetkistä koostumusta. Puskurivaatimusten myötä näet hyvin lyhytaikaisten instrumenttien suosio saattaa kasvaa, mikä voi aiheuttaa muutoksia salkkujen koostumukseen. EJRK:n kyselyn perusteella EU:n rahalaitosten varoista merkittävä osa erääntyy jo nykyisellään päivässä/viikossa (ks. osan III.2 taulukko 6 ja kuvio 6). Kiinteähintaisten rahastojen kohdalla osuus on suurempi (päivässä erääntyvien varojen osuus 26 % ja viikossa erääntyvien

⁽¹⁾ Yhdysvaltain arvopaperikomission säännön 22e-3 (vuodelta 2010) mukaan rahamarkkinarahaston hallituksella on oikeus keskeyttää lunastukset ja purkaa rahasto, jos sen arvo on alentunut tai vaarassa alentua pysyvästi, ilmoitettuaan asiasta arvopaperikomisiolle.

⁽²⁾ Ks. Euroopan komission vuoden 2012 tausta-asiakirjan osa 5, jossa käsitellään poikkeuksellisia likviditeetin hallintavälineitä.

varojen osuus 11 % kesäkuussa 2012), ja niiden varoista myös suurempi osa on käteisenä (lähes 7 % kesäkuussa 2012). Myös muunlaisten unionissa toimivien rahastojen varoista verrattain suuri osa on päivässä/viikossa likvidejä (vaihtuvahintaisten lyhyiden rahastojen varoista 17 % on päivässä ja 5 % viikossa likvidejä, ja muiden vaihtuvahintaisten rahastojen kohdalla luvut ovat 12 % ja 3 %).

On muistettava, että tietoihin liittyy rajoitteita: EJRK:n kysely ei kata kaikkia rahamarkkinarahastoja, ja luvut ovat yhteenlaskettuja lukuja, joista eivät käy ilmi mahdolliset rahastojen väliset erot. Lisäksi kyselyn tulokset kuvaavat tilannetta, jossa riskinottohaluttomuus oli suuri. Tulokset kuitenkin vastaavat valvontaviranomaisten ja luottoluokituslaitosten havaintoja sekä omaisuudenhoitajilta saatuja tietoja likviditeettihallinnasta.

IV.4 Suositus C – Julkinen tiedottaminen

Komission suositetaan varmistavan, että asiaa koskevassa unionin lainsäädännössä

- 1. rahamarkkinarahastot veloitetaan ilmoittamaan erikseen — myös markkinointimateriaalissaan — selkeästi, että sijoitukset eivät ole pääomataattuja ja niihin liittyy pääoman menettämisen mahdollisuus;**
- 2. kielletään rahamarkkinarahastoja viittaamasta julkisessa materiaalissaan taustayhtiön tukeen tai tukivalmiuteen tai suojaan, ellei tuesta ole saatu selkeää taustayhtiön sitoumusta ja ellei tukea ole sisällytetty taustayhtiön kirjainpitoon ja vakavaraisuusvaatimuksiin;**
- 3. veloitetaan rahamarkkinarahastot antamaan tiedot noudattamistaan arvostuskäytännöistä ja varsinkin jaksotettuun hankintamenoon perustuvasta arvostuksesta sekä tiedottamaan sijoittajille asianmukaisesti häiriötilanteessa noudatettavista lunastusmenettelyistä.**

IV.4.1 Taloudelliset perusteet

Rahamarkkinarahastoja pidetään yleisesti hyvin vähäriskisinä sijoituskohteina, mikä saattaa lisätä sijoituspaon riskiä, mikäli rahasto ei täytäkään näitä odotuksia. Uusien tiedonantovaatimusten tarkoituksena on pienentää tätä riskiä varmistamalla, että sijoittajat ymmärtävät rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksien olevan sijoitustuotteita. Vaatimus on täysin IOSCO-suositusten 13 ja 14 mukainen, joskin se menee vielä hieman pidemmälle siinä suhteessa, että julkiset maininnat taustayhtiön tuesta tai tukivalmiudesta sallittaisiin vain, mikäli taustayhtiöltä on saatu eksplisiittinen tukisitoumus.

Osassa II.2 todettiin, että oletukset implisiittisestä harkinnanvaraisesta tuesta lisäävät järjestelmän epävakautta. Rahastojen sijoitussalkut ja lunastusperiaatteet tulisi siis mitoittaa niin, että rahaston on tarkoitus olla riippumaton taustayhtiön tuesta. Mikäli taas rahasto aikoo nojautua taustayhtiön tukeen, se täytyy todeta eksplisiittisesti, tuki täytyy kirjata täysimääräisesti taustayhtiön taseeseen ja siihen täytyy soveltaa lakisääteisiä vakavaraisuusvaatimuksia, kuten suosituksen A yhteydessä todettiin.

Rahastoa koskevissa asiakirjoissa sijoittajille tulisi esitellä instrumenttien arvostuksessa käytettävät menettelyt, myös mahdollinen jaksotettuun hankintamenoon perustuva arvostus, sekä arvostusmenetelmän pohjana olevat oletukset ja arvostukseen liittyvät riskit. Lisäksi sijoittajille tulisi tiedottaa menettelyistä, joita voidaan noudattaa markkinoiden merkittävien häiriöiden tai runsaiden lunastusvaatimusten yhteydessä ja jotka voivat vaikuttaa sijoittajien mahdollisuuksiin purkaa sijoituksiaan (ks. myös suositus B, kohta 3). Näin sijoittajat saavat riittävän kuvan tuotteen ominaisuuksista ja voivat tehdä harkittuja sijoituspäätöksiä, jolloin haitallisen valikoitumisen riski pienenee.

IV.4.2 Arvio

Kun sijoittajilla on riittävät tiedot rahamarkkinarahastojen ominaisuuksista, haitallisen valikoitumisen ja sijoituspaon riskit ja niiden myötä järjestelmäriskit pienenevät ja sijoittajien on helpompi tehdä harkittuja sijoituspäätöksiä. Kokonaisuutena eurooppalaisten rahamarkkinarahastojen sijoittajapohja koostuu pääasiassa institutionaalisista sijoittajista, jotka myös todennäköisesti ovat parhaiten selvillä rahamarkkinarahastoihin liittyvistä riskeistä. Yksityissijoittajien tiedot riskeistä ovat luultavasti huomattavasti hatarammat, joten juuri yksityissijoittajat hyötyisivät eniten tiedonsaannin paranemisesta. Eräissä yksittäisissä jäsenvaltioissa yksityissijoittajat muodostavat rahamarkkinarahastojen sijoittajapohjan suurimman ryhmän. Asianmukaiset tiedot auttaisivat yksityissijoittajia ymmärtämään, että rahamarkkinarahastotkaan eivät ole riskittömiä sijoituskohteita. Tällöin osa sijoittajista saattaisi valita käteisvaroilleen jonkin muun sijoituskohteen kuin rahamarkkinarahastot — yksityissijoittajien tapauksessa todennäköisesti pikemminkin perinteisen pankkitalletuksen kuin muita varjo-pankkitoiminnan muotoja. Lisäksi vaatimus, että julkisessa materiaalissa viitataan taustayhtiön tukeen vain jos tuesta on saatu taustayhtiön eksplisiittinen sitoumus, auttaa sijoittajia saamaan kattavamman kuvan rahoitusjärjestelmän sisäisistä kytköksistä ja vähentää järjestelmäriskkejä, jotka johtuvat nojautumisesta mahdolliseen harkinnanvaraiseen taustayhtiön tukeen.

Osa tässä suosituksessa mainituista tiedonantovaatimuksista sisältyy jo olemassa olevaan unionin lainsäädäntöön (kuten yhteissijoitusyrityksiä koskevaan direktiiviin ja CESR:n/EAMV:n suuntaviivoihin vuodelta 2010). Osa toimitetuista tiedoista ja asiakirjoista voidaan kuitenkin joutua tarkistamaan, jolloin suosituksen noudattamisesta aiheutuisi rahamarkkinarahastolle kustannuksia. Kansallisille valvontaviranomaisille ei odoteta aiheutuvan merkittäviä kustannuksia.

IV.5 Suositus D — Raportointi ja tietojen jakaminen

1. **Komission** suositetaan varmistavan, että asiaa koskevassa unionin lainsäädännössä
 - a) *rahamarkkinarahastot tai niiden hoitajat sekä taustayhtiöt veloitetaan raportoimaan toimivaltaiselle kansalliselle valvontaviranomaiselle kaikesta taustayhtiön tuesta, joka saattaa vaikuttaa rahasto-osuuksien arvoon, ja toimittamaan kattava kuvaus tuen laadusta ja suuruudesta;*
 - b) *vahvistetaan rahamarkkinarahastojen säännöllistä raportointia;*
 - c) *varmistetaan, että toimivaltaiset kansalliset valvontaviranomaiset tarvittaessa jakavat a ja b alakohdassa tarkoitetut tiedot muiden saman jäsenvaltion tai muiden jäsenvaltioiden valvontaviranomaisten, Euroopan valvontaviranomaisten, EKP:n jäsenten ja EJRK:n kanssa.*
2. **Komission** suositetaan edistävän 1 kohdan b alakohdassa tarkoitetun yhdenmukaisen raportoinnin ja yhdenmukaisen tietoineiston kehittämistä sekä 1 kohdan c alakohdassa tarkoitetun tiedonjaon järjestämistä.

IV.5.1 Taloudelliset perusteet

Vaihtuvahintaisten rahamarkkinarahastojen ei tarvitse yrittää pitää osuuksien nimellisarvoa vakaana eikä nojautua taustayhtiön tukeen samassa määrin kuin kiinteähintaisten rahastojen, mutta silti niilläkin oli kriisin aikana oletettavasti maksuvalmiusvaikeuksia ja epälikvidiydestä johtuvia vaikeuksia, joiden vuoksi ne saattoivat joutua turvautumaan omaisuudenhoidajansa tai emoyhtiönsä tukeen. Euroopassa ei kuitenkaan ole tällä hetkellä saatavilla konkreettisia tietoja tällaisesta — sen enempää kiinteähintaisten kuin vaihtuvahintaistenkaan rahastojen saamasta — tuesta, sillä tukea voi olla monenlaista eikä se siksi välttämättä näy selvästi tuenantajan taseessa tai tuloslaskelmassa. EJRK:n kyselyyn sisältyi kysymys myös taustayhtiön tuesta, mutta rahastoilta saatiin vain yleisluonteisia viittauksia (kuten ”kaupankäynti” tai ”ei toimia”). Kaiken kaikkiaan velvoite siirtyä vaihtuvahintaiseen malliin ja olla nojautumatta implisiittiseen tukeen ei sulje pois tällaisen tuen mahdollisuutta äärimmäisissä markkinaolosuhteissa.

Jotta viranomaiset pystyvät seuraamaan tällaiseen tukeen liittyviä riskejä, rahamarkkinarahastojen tai niiden hoitajien tulisi raportoida toimivaltaisille kansallisille viranomaisille kaikesta välittömästä tai välillisestä tuesta riippumatta tuen tyyppistä (myös arvoltaan alentuneiden omaisuuserien ostamisesta). Koska tällainen tuki voi lisätä kytköksiä rahoitusjärjestelmässä ja lisätä siten järjestelmäriskkejä, tiedot olisi jaettava muiden asiasta vastaavien (koti- ja ulkomaisten sekä unionin) viranomaisten kanssa.

Nykyisten rahamarkkinarahastotilastojen ja erityisestä tiedonkeruusta saatujen kokemusten pohjalta on selvää, että Euroopan rahamarkkinarahastosektorista säännöllisesti kerättävissä tilastoissa on parantamisen varaa. Rahamarkkinarahastot ovat Euroopan rahamarkkinoiden moitteettoman toiminnan kannalta erittäin tärkeitä. Sekä kansallisilla että unionin sääntelyviranomaisilla tulisi siis olla käytössään yksityiskohtaisia tietoja rahamarkkinarahastoista, jotta kehitystrendit voidaan havaita varhaisessa vaiheessa. Jos maan keskuspankki jo kerää tietoja rahamarkkinarahastoista, olisi harkittava näiden tietojen jakamista kansallisten valvontaviranomaisten kanssa järjestelmän vakauden turvaamiseksi.

Rahamarkkinarahastojen tulisi toimittaa säännöllisesti ainakin yksityiskohtaisesti eriteltyt tiedot saamisistaan ja veloistaan, jotta viranomaiset pystyvät seuraamaan rahaston maksuvalmiusaseman kehitystä sekä sijoitussalkun omaisuuserien luonnetta ja laatua. Mikäli jaksotettuun hankintamenuun perustuva arvostus on edelleen käytössä, sääntelyviranomaisten tulisi saada säännöllisesti tiedot arvostusmenetelmän käytön laajuudesta ja olosuhteista. Mikäli kiinteähintaista mallista ei luovuta, myös kiinteähintaisten rahastojen tulisi toimittaa säännöllisesti yksityiskohtaiset tiedot mm. varjohinnasta.

Yksityiskohtaisempien tietojen avulla viranomaiset saisivat kattavamman kuvan rahamarkkinarahastosektorin kehityksestä ja pystyisivät paremmin tunnistamaan riskien lähteitä. Makrovakauden näkökulmasta yksityiskohtaisia tietoja tarvittaisiin paitsi rahamarkkinarahastosektorista kokonaisuutena myös yksittäisistä rahastoista.

IV.5.2 Arvio

Rahamarkkinarahastojen maksuvalmiusasemaa, arvostuskäytäntöjä, varojen ja sijoittajapohjan koostumusta sekä mahdollista nojautumista taustayhtiön tukeen on seurattava tarkasti, jotta pystytään havaitsemaan riskien kasautuminen ja rahamarkkinarahastojen kytkökset rahoitusjärjestelmän muihin osiin ja jotta voidaan ryhtyä toimiin mahdollisten järjestelmäriskien ehkäisemiseksi. Tietoisuus siitä, että kansalliset valvontaviranomaiset seuraavat säännöllisesti raportoitavia varjohintoja, saa odotettavasti rahamarkkinarahastojen hoitajat pitämään varjohinnat lähempänä nimellishintoja ja vähentämään riippuvuutta taustayhtiön tuesta.

Raportointivelvoitteiden tiukentamisen haittapuolia ovat omaisuudenhoitoyhtiöille ja vakausvalvontaviranomaisille aiheutuvat tietojenkäsittelykulut. Velvoitteiden tiukentamista suunniteltaessa olisi siis otettava huomioon, mitä tietoja rahamarkkinarahastoilta kerätään jo nyt, ja huolehtia suhteellisuusperiaatteen toteutumisesta, jolloin myös kustannukset pysyvät kurissa. On varsinkin muistettava, että EKP:n rahalaitostilastoja koottaessa kerätään jo yksityiskohtaisia tietoja

rahamarkkinarahastojen saamisista ja veloista (rahamarkkinarahastot luetaan rahalaitossektoriin; ks. asetus EKP/2008/32). Nämä tilastot on kuitenkin suunniteltu rahapolitiikan näkökulmasta, eivätkä kerättävät tiedot kata kaikkia rahoitusvakauden kannalta olennaisia seikkoja.

IV.6 Seurantatoimet

IV.6.1 Määräajat

Euroopan komissiota pyydetään raportoimaan EJRK:lle ja Euroopan unionin neuvostolle toimista, joihin se on ryhtynyt näiden suositusten johdosta, taikka perustelemaan asianmukaisesti, miksi toimiin ei ole ryhdytty, seuraavan aikataulun mukaisesti.

- Komissiota pyydetään toimittamaan EJRK:lle viimeistään **30.6.2013** väliraportti, johon sisältyy ensiarvio suositusten täytäntöönpanon tuloksista.
- Komissiota pyydetään toimittamaan EJRK:lle ja neuvostolle viimeistään **30.6.2014** loppuraportti suositusten täytäntöönpanon toisesta vaiheesta.

IV.6.2 Noudattamiskriteerit

Suosistusten A–D noudattamista arvioidaan seuraavien yleisten kriteerien perusteella.

- Suositusten yhtenä tavoitteena on rahanmarkkinarahastoja koskevien IOSCON suositusten asianmukainen ja yhtenäinen täytäntöönpano Euroopassa.
- Komissio voi pyytää suositusten täytäntöönpanoa varten neuvoa Euroopan valvontaviranomaisilta, etenkin Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaiselta. Suositusten yhdenmukaisen soveltamisen varmistamiseksi se voi myös pyytää Euroopan valvontaviranomaisia valmistelemaan tarvittavia teknisiä standardeja, ohjeita ja suosituksia (kuten tietojen raportointi- ja julkaisumalleja, ottaen asianmukaisesti huomioon jo olemassa olevat raportointi- ja julkistamisvelvoitteet).
- EJRK:n suositukset koskevat unionin alueelle sijoittautuneita yhteissijoitusyrityksiä, joiden rahasto-osuuksia tarjotaan/kaupataan sijoittajille pääoman säilyttämisen välineenä, jonka voi muuttaa päivässä käteiseksi ja jolle kertyy rahanmarkkinakorkojen mukaista tuottoa. Kohteena ovat erityisesti rahastot, jotka on nimetty rahanmarkkinarahastoiksi tai joita kaupataan niiden tunnuspiirteet (pyrkimys pääoman arvon säilyttämiseen, lunastus päivässä, rahanmarkkinakorot) täyttävänä rahastoina tai muuten rahanmarkkinarahastoihin viittaavalla tavalla (esim. käteisrahastoina, likvideinä tai likviditeettirahastoina tai lyhyen maturiteetin rahastoina).

Suosituksen A noudattamista arvioidaan seuraavien kriteerien perusteella.

- Rahanmarkkinarahastot tulisi velvoittaa ottamaan käyttöön yksinomaan vaihtuvahintainen malli. Osuuksien hinnan pyöristäminen lähimpään hintayksikköön tulisi kieltää. Pakollista vaihtuvahintaiseen malliin siirtymistä varten tarvitaan siirtymäaika. Olemassa oleville kiinteähintaisille rahanmarkkinarahastoille on siis suositeltavaa antaa riittävän pitkä siirtymäaika, jotta ne ehtivät tehdä tarvittavat muutokset ennen kiinteähintaisesta mallista luopumista. Siirtymäaika voisi olla vähintään kaksi vuotta lopullisten sääntöjen julkaisemisesta. Lisäksi rahanmarkkinarahastojen tulisi ilmoittaa vaihtuvahintaiseen malliin siirtymisestä ja selittää sen vaikutukset perusteellisesti hyvissä ajoin, ennen kuin muutos toteutetaan.
- Suosituksen A tarkoituksena ei ole kieltää jaksotettuun hankintamenoon perustuvaa arvostusta kokonaan. Jaksotettuun hankintamenoon perustuva arvostus tulisi kuitenkin sallia vain silloin, kun katsotaan, että sen perusteella voidaan arvioida instrumentin arvo asianmukaisesti.
- Mikäli arvostuksessa käytetään edelleen jaksotettua hankintamenoa, instrumentin jäljellä olevalle juoksuajalle tulisi asettaa rajoituksia. Näin vähennetään huomattavasti riskiä, että instrumentin arvo ei vastaa jaksotettua hankintamenoa. Rajoituksia määriteltäessä olisi perehdyttävä huolellisesti unionin alueella toimivien rahanmarkkinarahastojen varojen maturiteettijakaumaan.

Suosituksen B noudattamista arvioidaan seuraavien kriteerien perusteella.

- Seuraavat tekijät tulisi ottaa huomioon määriteltäessä likviditeettipuskurien vähimmäiskokoa ja koostumusta:
 - a) On löydettävä tasapaino puskurille asetettavien suuruusvaatimusten ja omaisuuserille asetettavien kelpoisuusvaatimusten välillä.
 - b) Sekä päivässä että viikossa likvidien varojen vähimmäismäärät on määriteltävä.
 - c) Likvidien varojen (käteistä lukuun ottamatta) määritelmässä olisi painotettava ensisijaisesti jäljellä olevaa maturiteettia, jotta vähennetään rahanmarkkinarahastojen riippuvuutta jälkimarkkinoiden likvidiydestä. Jos siis omaisuuserä on määritelty yhdessä/viidessä päivässä likvidiksi, sen jäljellä olevan maturiteetin pitäisi olla enintään yksi päivä / viisi päivää.

- d) Puskureita määriteltäessä tulisi ottaa huomioon omaisuuserien mahdolliseen valinnaiseen erääntymiseen liittyvät riskit. Valinnainen erääntyminen voi perustua erilaisiin tekijöihin, joihin voi liittyä myös vastapuoliriskejä, kuten myyntioption (esim. myyntioption sisältävät joukkolainat) peruutusoptioon (esim. peruutusmahdollisuuden sisältävät optiosopimukset) tai osto-optioon (esim. takaisinosto-optio sisältävät reposopimukset).
- e) Olisi otettava huomioon myös muut, etenkin pankkikytköksiin liittyvät tekijät, jotka voivat vaikuttaa maksuvalmiuspuskuriin hyväksyttävien omaisuuserien saatavuuteen.
- Rahamarkkinarahastot tulisi velvoittaa mitoittamaan puskuriin kuuluvat likvidit varat riskiprofilinsa ja sijoittajajohjansa mukaan.
 - Rahastojen tulisi tehdä säännöllisesti stressitestejä, joihin sisältyy useita (sekä rahastokohtaisia että yleisiä) skenaarioita, joissa häiriöt vaikuttavat rahaston likviditeettiprofiiliin.
 - Rahamarkkinarahastoilla tulisi olla varasuunnitelmat tällaisten häiriötilanteiden varalta.
 - Rahamarkkinarahastoilla täytyy olla käytössään keinot sijoittajien poikkeuksellisen suurten lunastusvaatimusten varalle.

Suosituksen C noudattamista arvioidaan seuraavien kriteerien perusteella.

- Rahamarkkinarahastojen tuote-esitteissä tulisi mainita selkeästi, että sijoitukset eivät ole lainkaan tai kokonaan pääomataattuja ja niihin liittyy pääoman menettämisen mahdollisuus.
- Lisäksi materiaalissa tulisi esitellä sijoittajille instrumenttien arvostuksessa käytettävät menettelyt, myös mahdollinen jaksotettuun hankintamenuon perustuva arvostus, sekä arvostusmenetelmän pohjana olevat oletukset ja arvostukseen liittyvät riskit.
- Rahamarkkinarahastoja tulisi kieltää viittaamasta tiedotusmateriaalissaan mahdolliseen taustayhtiön tukeen tai tukivalmiuteen tai suojaan, ellei tuesta ole saatu eksplisiittistä taustayhtiön sitoumusta ja ellei tukea ole sisällytetty taustayhtiön kirjanpitoon ja vakavaraisuusvaatimuksiin.
- Sijoittajille tulisi tiedottaa menettelyistä, joita voidaan noudattaa markkinoiden merkittävien häiriöiden tai runsaiden lunastusvaatimusten yhteydessä ja jotka voivat vaikuttaa sijoittajien mahdollisuuksiin purkaa sijoituksiaan.

Suosituksen D noudattamista arvioidaan seuraavien kriteerien perusteella.

- Rahamarkkinarahastojen (tai niiden hoitajien) sekä taustayhtiöiden tulisi raportoida toimivaltaiselle kansalliselle valvontaviranomaiselle kaikesta taustayhtiön tuesta, joka saattaa vaikuttaa rahasto-osuuksien arvoon, ja toimittaa kattava kuvaus tuen laadusta ja suuruudesta
- Rahamarkkinarahastojen olisi toimitettava maansa valvontaviranomaisille tai keskuspankille säännöllisesti vähintään yksityiskohtaisesti eriteltyt tiedot saamisistaan ja veloistaan, jotta viranomaiset pystyvät seuraamaan rahaston maksuvalmiusaseman kehitystä sekä sijoitussalkun omaisuuserien luonnetta ja laatua.
- Mikäli kiinteähintaisesta mallista ei luovuta, säännöllisen raportoinnin yhteydessä on toimitettava erikseen yksityiskohtaiset tiedot kiinteähintaisista rahastoista, myös tiedot varjohinnasta.
- Mikäli rahamarkkinarahastot käyttävät edelleen jaksotettuun hankintamenuon perustuvaa arvostusta, sääntelyviranomaisten tulisi saada säännöllisesti tiedot arvostusmenetelmän käytön laajuudesta ja olosuhteista.
- Olisi ryhdyttävä toimiin, joilla tuetaan rahamarkkinarahastoja koskevan yhdenmukaisen raportoinnin ja yhdenmukaisen tietoaineiston kehittämistä, niin että tiedot kattavat edellä mainitut kohdat ja niitä voidaan käyttää makrovakauserien valvonnan tarkoituksiin. Toimia suunniteltaessa olisi otettava huomioon, mitä tietoja rahamarkkinarahastoilta kerätään jo nyt esimerkiksi rahalaitosten tasetilastoihin liittyvän tiedonkeruun yhteydessä (ks. asetus EKP/2008/32).
- Olisi varmistettava, että edellä mainittujen tietojen jakamiselle saman maan, muiden maiden ja unionin vakausvalvontaviranomaisten ja keskuspankkien kesken ei ole esteitä.

IV.6.3 Seurantatoimista raportointi

Viimeistään **30.6.2013** toimitettavan väliraportin tulisi sisältää vähintään seuraavat tiedot:

- a) tiedot komission näiden suositusten johdosta vireille panemista tai suunnittelemissa lainsäädäntöaloitteista;
- b) tiedot toimista, joihin komissio on näiden suositusten johdosta ryhtynyt suhteessa Euroopan valvontaviranomaisiin;
- c) komission näiden suositusten johdosta ehdottamien tai suunnitteleminen toimien viitteellinen voimaantuloaikataulu;

- d) arvio komission näiden suositusten johdosta ehdottamien tai suunnittelemien toimien kumulatiivisesta vaikutuksesta;
- e) yksityiskohtaiset perustelut, mikäli suositusten johdosta ei ole ryhdytty toimiin tai niistä on poikettu.

Viimeistään **30.6.2014** toimitettavan loppuraportin tulisi sisältää vähintään seuraavat tiedot:

- a) tiedot komission näiden suositusten johdosta vireille panemien lainsäädäntöaloitteiden käsittelyn etenemisestä;
 - b) tiedot niiden toimien etenemisestä, joihin komissio on näiden suositusten johdosta ryhtynyt suhteessa Euroopan valvontaviranomaisiin;
 - c) komission näiden suositusten johdosta ehdottamien toimien viitteellinen voimaantuloaikataulu;
 - d) arvio komission näiden suositusten johdosta ehdottamien toimien kumulatiivisesta vaikutuksesta;
 - e) yksityiskohtaiset perustelut, mikäli suositusten johdosta ei ole ryhdytty toimiin tai niistä on poikettu.
-

LÄHDELUETTELO

- Ansidei, J., Bengtsson, E., Frison, D. ja Ward, G., "Money market funds in Europe and financial stability", ESRB Occasional Paper, No. 1, kesäkuu 2012.
- Baba, N., McCauley, R.N. ja Ramaswamy, S., "US dollar money market funds and non-US banks", BIS Quarterly Review, maaliskuu 2009, s. 65–81.
- Baselin pankkivalvontakomitea, Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, joulukuu 2010 (tarkistettu painos kesäkuu 2011).
- Brady, S. A., "The stability of prime money market mutual funds: sponsor support from 2007 to 2011", Federal Reserve Bank of Boston, Working paper RPA 12-3, 13.8.2012.
- Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea, CESR's guidelines on a common definition of European money market funds, 19.5.2010.
- Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea, CESR's guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS, maaliskuu 2007.
- Duygan-Bump, B., Parkinson, P., Rosengren, E., Suarez, G. A. ja Willen, P., "How effective were the Federal Reserve emergency liquidity facilities? Evidence from the asset-backed commercial paper money market mutual fund liquidity facility", Journal of Finance, julkaistaan lähiaikoina.
- Euroopan keskuspankki, Euroopan keskuspankin asetukset (EY) N:o 25/2009, annettu 19 päivänä joulukuuta 2008, rahalaitossektorin taseesta (uudelleen laadittu toisinto) (EKP/2008/32), EUVL L 15, 20.1.2009, s. 14.
- Euroopan komissio, Vihreä kirja – Varjopankkitoiminta, 19.3.2012.
- Euroopan komissio, Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities (UCITS) – product rules, liquidity management, depository, money market funds, long-term investments, tausta-asiakirja 26.7.2012.
- Euroopan parlamentti, Mietintö varjopankkitoiminnasta, Talous- ja raha-asioiden valiokunta, 25.10.2012.
- Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen, Questions and answers – a common definition of European money market funds, 20.2.2012.
- Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen, Guidelines on ETFs and other UCITS issues – consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements, suuntaviivat 25.7.2012.
- Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmä, Strengthening oversight and regulation of shadow banking – an integrated overview of policy recommendations, valmisteluasiakirja 18.11.2012.
- Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmä, Shadow banking: scoping the issues, 12.4.2011.
- Financial Stability Oversight Council, Proposed recommendations regarding money market mutual fund reform, marraskuu 2012.
- Fitch Ratings, European money market funds: trends in MMF portfolios, marraskuu 2012.
- Gordon, J.N. ja Gandia, C.M., Money market funds run risk: will floating net asset value fix the problem?, Columbia Law and Economics Working Paper, nr. 426, 23.9.2012.
- Gorton, G. ja Metrick, A., "Regulating the shadow banking system", Brookings Papers on Economic Activity, syyskuu 2010.
- Institutional Money Market Funds Association, Code of practice, 2012.
- Institutional Money Market Funds Association, A comparison of money market fund ratings, 19.6.2012.
- International Organization of Securities Commissions, Money market fund systemic risk analysis and reform options, valmisteluasiakirja 27.4.2012.
- International Organization of Securities Commissions, Policy recommendations for money market funds, suositukset 9.10.2012.
- Kacperczyk, M. ja Schnabl, P., How safe are money market funds?, luonnos, huhtikuu 2012.
- McCabe, P.E., "The cross section of money market fund risks and financial crises", Working Paper 2010-51, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, syyskuu 2010.

McCabe, P.E., Cipriani, M., Holscher, M. ja Martin, A., "The minimum balance at risk: a proposal to mitigate the systemic risks posed by money market funds", Working Paper 2012-47, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, heinäkuu 2012.

Moody's, Sponsor key to money market funds, elokuu 2010.

President's Working Group on Financial Markets, Money market fund reform options, lokakuu 2010.

Rosengren, E.S., "Money market mutual funds and financial stability", Puheenvuoro Federal Reserve Bank of Atlantan vuoden 2012 rahoitusmarkkinakonferenssissa, 11.4.2012.

Scharfstein, D.S., "Perspectives on money market mutual fund reforms", Puheenvuoro pankkitoimintaa, asuntomarkkinoita ja kaupunkisuunnittelusta käsittelevässä valiokunnassa (Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs), 21.6.2012.

Scott, H.S., Interconnectedness and contagion, 20.11.2012.

Securities and Exchange Commission, "Money Market Fund Reform", Investment Company Act Release No. IC-29132, 75 Fed. Reg. 10600, 10062, 4.3.2010.

Securities and Exchange Commission, "Valuation of debt instruments by money market funds and certain other open-end investment companies", Investment Company Act Release No. 9786, 42 Fed. Reg. 28999, 7.6.1977.

Squam Lake Group, Reforming money market funds, 14.1.2011.
