

# **HEDGE-RAHASTOJEN SÄÄNTELY JA RISKIEN HALLINTA GLOBAALEILLA MARKKINOILLA**

KANDIDAATIN TUTKIELMA  
JESSE PYY



# Sisällys

Lyhenteet.....	iv
Lähdeluettelo.....	v
Johdanto.....	2
1.0. Pohjustus.....	3
1.1. Viimeisin finanssikriisi sääntelyn keskiössä.....	3
1.1.1. Varjopankkitoiminta ja sen sääntely.....	3
1.2. Hedgerahastot.....	5
1.2.1. Hedge-rahastojen yleisimmät toimintastrategiat lyhyesti.....	8
1.3. Hedge-rahastot ja systeeminen riski.....	9
1.3.1. Rahoitusmarkkinoilla vallitsevat riskit.....	9
1.3.2. Systeeminen tapahtuma.....	10
1.3.3. Systeemisen riskin sääntely.....	10
1.3.4. Systeeminen riski tekee finanssikriiseistä väistämättömän osan taloutta.....	11
1.4. Hedge-rahastot ja viimeisin finanssikriisi.....	12
2.0 Lainsäädäntö Euroopassa ja Yhdysvalloissa.....	13
2.1 . Eurooppa.....	13
2.1.1. AIFMD.....	13
2.1.2. ESMA ohjeistus.....	18
2.1.3. Muu kansainvälinen oleellinen lainsäädäntö.....	18
2.2. Yhdysvallat.....	20
2.2.1. Dodd-Frank asetus (kohta IV).....	20
2.2.2. SEC.....	22
2.2.3. Muu lainsäädäntö.....	23
2.2.4. Pankkien toiminnan sääntely.....	24
2.3. Sääntelyn vertailu ja kysymys asymmetriasta.....	25
3.0 Sääntelyn kehitys ja sen vaikutukset tulevaisuudessa.....	26
2.1. Epäsuora vai suora sääntely?.....	26
2.2. Markkinoiden kasvava globalisoituminen.....	27
2.3. Hedge-rahastojen kaupallistuminen.....	27
2.4. Hedge-rahastojen vaikutus rahoitusmarkkinoiden toimintaan.....	28
2.5. Tulisiko hedge-rahastoja edes säädellä?.....	28
2.6. Kritiikki hedge-rahastoja kohtaan.....	29
4.0. Johtopäätökset.....	30

## Lyhenteet

EU	Euroopan Unioni
US	United States of America
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
CDR	Commission Delegated Regulation
ESMA	European Securities and Markets Authority
LCTM	Long Term Capital Management L.P.
Dodd-Frank	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act
SEC	United States Securities Exchange Commission
MAD	Market Abuse Directive
CDS	Credit Default Swap
CDO	Collateralized Debt Obligation
PD	Prospectus Directive
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
PFIARA	Private Fund Investment Advisers Registration Act
UCITS	Undertakings For The Collective Investment Of Transferable Securities

# Lähdeluettelo

## Lakialoitteet:

Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010. Saatavissa: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=celex%3A32011L0061>

Commission Delegated Regulation (EU) No 231/2013 of 19 December 2012 supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision

EUROOPAN PARLAMENTIN JA NEUVOSTON DIREKTIIVI 2014/57/EU, annettu 16 päivänä huhtikuuta 2014, markkinoiden väärinkäytöstä määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista (markkinoiden väärinkäyttödirektiivi). Saatavissa: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0057&from=LV>

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010. Saatavissa: <https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>

Lissabonin Sopimus Euroopan Unionista tehdyn sopimuksen ja Euroopan yhteisön perustamissopimuksen muuttamisesta (2007/C 306/01). Saatavissa: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX%3A12007L%2FTXT>

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 17 CFR PART 242, Release No. 34-61595; File No. S7-08-09, RIN 3235-AK35, Amendments to Regulation SHO, Saatavissa: <https://www.sec.gov/rules/final/2010/34-61595.pdf>

## Kirjat:

Veil, Rüdiger. *European Capital Markets Law*, Hart, 2013.

Zetsche, Dirk ed., *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Kluwer, Law & Business, 2012.

## Tutkielmat:

Chan, N., Getmansky, M., Haas, S., & A. Lo, "Systemic Risk and Hedge Funds", Conference Paper, NBER Conference on the Risks of Financial Institutions, Woodstock, VT, October 22–23, 2004. Saatavissa: <https://www.nber.org/papers/w11200.pdf>

De Bandt, Oliver & Hartmann, Philip, *Systemic Risk*, European Central Bank Working Paper No. 35, 2000. Saatavissa: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp035.pdf>

Gorton, Gary & Metrick, Andrew, *Regulating the Shadow Banking System*, Brookings Papers on Economic Activity 279, 2010. Saatavissa: [http://www.brookings.edu/~media/projects/bpea/fall-2010/2010b\\_bpea\\_gorton.pdf](http://www.brookings.edu/~media/projects/bpea/fall-2010/2010b_bpea_gorton.pdf)

Itzhak, Ben-David & Francesco, Franzoni & Rabih Moussawi, Hedge Fund Stock Trading in the Financial Crisis of 2007–2009. *Rev Financ Stud* (2012) 25 (1): 1-54. 2011.

Kaal, Wulf A., *Hedge Fund Regulation Via Basel 3*, *Vanderbilt journal of transnational law*, 44:389, 2011 391-463, 2011. Saatavissa: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1806252](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1806252)

Kaal, Wulf A. *Private Fund Disclosures under the Dodd-Frank Act*, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law* 9:2, 428–477. 2014. Saatavissa: <http://brooklynworks.brooklaw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1027&context=bjcfcl>

Kim, Eun Jip, *Rethinking Hedge Fund Regulation: Focusing on the U.S., the U.K., and Korea*, Maurer School of Law: Indiana University, 2014. Saatavissa: <http://www.repository.law.indiana.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1002&context=etd>

Kokkila, Aatu, AIFMD Impact on European Hedge Fund Industry. Aalto-yliopiston Kauppakorkeakoulu, Laskentatoimen laitos. 2015. Saatavissa: <http://epub.lib.aalto.fi/fi/ethesis/id/14741>

Matheson, *AIFMD Factsheet: Valuation*, 2014. Saatavissa: [http://www.matheson.com/images/uploads/publications/AIFMD\\_Factsheet\\_Valuation.pdf](http://www.matheson.com/images/uploads/publications/AIFMD_Factsheet_Valuation.pdf)

Nabilou, Hossein, & Paces, Alessio M., *The Hedge Fund Regulation Dilemma: Direct vs. Indirect Regulation*, 6 *Wm. & Mary Bus. L. Rev.* 183, 2015. Saatavissa: <http://scholarship.law.wm.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1085&context=wmbllr>

#### Artikkelit:

ECB, “*Hedge funds and their implications for financial stability*”, Occasional paper series No. 34, 2005. Saatavissa: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp34.pdf?24ea1a8f76cc76f172776ed368e63245>

Frase, Richard, & Young, John, *The role of depositary under the AIFM directive*, Lexology, 2013. Saatavissa: <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=699cb46c-4d39-4d5b-ba28-29a6a31d89cd>

Kaal, Wulf A. & Oesterle, Dale; *The History of Hedge Fund Regulation in the United States, Handbook on Hedge Funds*, Oxford University Press, 2016. Saatavissa: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2714974](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2714974)

Kaal, Wulf A. “The Post Dodd-Frank Act Evolution of the Private Fund Industry: Comparative Evidence from 2012 and 2015.” *Business Lawyer*, 2016b. Saatavissa: <https://perma.cc/JD4P-6NMN>

Shirref, David, *Lessons From the Collapse of Hedge Fund, Long-Term Capital Management*, Berkeley, 2009. Saatavissa: [http://eml.berkeley.edu/~webfac/craigne/e137\\_f03/137lessons.pdf](http://eml.berkeley.edu/~webfac/craigne/e137_f03/137lessons.pdf)

#### Toimialan julkaisut:

Fund Associates, *White paper Offshore Hedge Funds Vs. Onshore Hedge Funds*, 2008. Saatavissa: [http://fundassociates.com/pdfs/Offshore\\_vs\\_Onshore\\_Funds\\_Whitepaper.pdf](http://fundassociates.com/pdfs/Offshore_vs_Onshore_Funds_Whitepaper.pdf)

Lo, Andrew W., *Hedge funds, Systemic Risk and the Financial Crisis of 2007-2008*, Written Testimony of Andrew W. Lo, Prepared for the U.S. House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform, 2008. Saatavissa: <https://democrats-oversight.house.gov/sites/democrats.oversight.house.gov/files/migrated/20081113101922.pdf>

TheCityUK, *Hedge Funds Report*, 2013. Saatavissa:

[http://www.capitalcitytraining.com/files/industryReports/TheCityUK\\_Hedge\\_Funds\\_Report\\_2013.pdf](http://www.capitalcitytraining.com/files/industryReports/TheCityUK_Hedge_Funds_Report_2013.pdf)

#### **Verkkolähteet:**

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA). Perustiedot. [Verkkoaineisto]. [Viitattu 18.3.2017].

Saatavissa: [https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma\\_fi](https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_fi)

European Securities and Markets Authority. ESMA ADVISES ON EXTENSION OF FUNDS PASSPORT TO 12 NON-EU COUNTRIES. [Verkkoaineisto]. [Viitattu 17.3.2017.] Saatavissa:

<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-advises-extension-funds-passport-12-non-eu-countries>

FSB (Financial Stability Board), “Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation,”

Recommendations of the Financial Stability Board (Basel: Bank for International Settlements), 2011.

[Verkkoaineisto]. [Viitattu 22.3.2017]. Saatavissa: [http://www.fsb.org/wp-](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf?page_moved=1)

[content/uploads/r\\_111027a.pdf?page\\_moved=1](http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf?page_moved=1)

Shadow Banking: Economics and Policy, International Monetary Fund. 2012. [Verkkoaineisto]. [Viitattu

18.3.2017]. Saatavissa: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1212.pdf>

United States Securities Exchange Commission. Investor Bulletin: Hedge Funds. [Verkkoaineisto]. [Viitattu

12.3.2017]. Saatavissa: [https://www.sec.gov/investor/alerts/ib\\_hedgefunds.pdf](https://www.sec.gov/investor/alerts/ib_hedgefunds.pdf)

United States Securities Exchange Commission. Fast Answers: Blue Sky Laws. [Verkkoaineisto]. [Viitattu

24.3.2017]. Saatavissa: <https://www.sec.gov/fast-answers/answers-blueskyhtm.html>

## Johdanto

Rahoitusmarkkinoille tulee jatkuvasti uusia ja monimutkaisia tuotteita kaupankäynnin kohteeksi. Tällaisten monimutkaisten rahoitusinstrumenttien rakenteita ja käyttötarkoituksia on usein erittäin hankala ymmärtää, ja tästä nähtiinkin oivallisena esimerkkinä Yhdysvaltojen sub-prime luottokriisi, joka levisi koko maailmantaloutta järjestyttäneeksi ilmiöksi. Tällaisten monimutkaisten rahoitusinstrumenttien kaupankäynnin taustalla on usein yhtä monimutkainen ja yhä vaikeasti määriteltävä varjopankkisektori, joka kuuluu pankkimaailman heikoiten säänneltyyn osa-alueeseen. Eräät vanhimmista ja myös mielenkiintoisimmista sektorin toimijoista ovat hedge-rahastot; absoluuttisen tuottotavoitteen rahastot, joiden tarkoituksena on tehdä tuottoa huolimatta siitä, meneekö markkinat ylös vaiko alas.

Hedge-rahastojen sääntely on merkittävästi muuttunut ja lisääntynyt viimeisen kymmenen vuoden aikana johtuen viimeisimpien finanssikriisien jättämistä vaikutuksista Eurooppaan ja Yhdysvaltoihin. Syy-yhteydet hedge-rahastojen ja niin kutsutun systeemisen riskin välillä on katsottu vaikuttaneen varsinkin vuoden 2008 luottokriisin voimakkuuteen.

Tutustun kandidaatin tutkielmassani hedge-rahastojen toimintaan ja globaaliin sääntelyyn keskittyen Yhdysvaltojen ja Euroopan markkinoihin. Vertailen myös näiden kahden markkinan sääntelyn asymmetriaa, jolla toistaiseksi on merkittävä vaikutus hedge-rahastosektorin toimivuuteen. Pohdin hedge-rahastojen yhteyttä systeemiseen riskiin ja vuoden 2008 luottokriisiin, ja tutustun myös systeemisen riskin hallitsemiseen ja sääntelemiseen rahoitusmarkkinoilla. Pohdin kokonaisvaltaisesti hedge-rahastoja koskevan sääntelyn vaikutuksia, siihen sekä hedge-rahastoja kohtaan ylipäänsä kohdistuvaa kritiikkiä ja sitä, kuinka sääntelyä voitaisiin lähitulevaisuudessa entuudestaan kehittää. Pohdin myös suoran ja epäsuoran sääntelyn merkitystä ja tehokkuutta, ja ilmaisen kantani mielestäni parhaiten toimivista käytänteistä. Esitän kantani myös hedge-rahastojen merkityksestä talouteen.



## 1.0. Pohjustus

### 1.1. Viimeisin finanssikriisi sääntelyn keskiössä

Vuoden 2008 subprime-kriisi sekä sitä seurannut Euroalueen velkakriisi olivat molemmat ennalta-arvaamattomia, mutta taustatekijöiltään tiedostettuja ilmiöitä. Varsinkin vuoden 2008 Yhdysvalloista ja Lehman Brothersin romahduksesta globaaliksi kasvanut finanssikriisi paljasti modernin talousjärjestelmän heikkoudet ja osoitti kuinka vaaralliseksi systeeminen riski voi hallitsemattomana kasvaa. Valtaosa ei vielääkään ymmärrä mitä tapahtui rahoitusmarkkinoilla subprime-kriisin aikaan tai kuka oli syypää globaalien talouden horjuttamiselle.

Koska kriisi paljasti nykyisen talousjärjestelmän heikkoudet, osattiin huomio kiinnittää nopeasti huonosti tai ei lainkaan säänneltyihin rahoitusmaailman toimijoihin, kuten hedge-rahastoihin. Finanssikriisi nosti esille kysymyksiä rahastojen managerien<sup>1</sup> ja asiakkaiden välisistä eturistiriidoista, pankkien toimintaan liittyvästä moraalikadosta ja behavioristisen taloustieteen merkityksestä modernin tutkimuksen keskiössä.

Varsinkin johdannaismarkkinoilla kaupankäynti on viimeisten vuosien aikana kokenut melkoisia käännteitä; tuotteet kuten CDO (Collateralized Debt Obligation, vakuudellinen velkakirja) ja CDS (Credit Default Swap, eräs luottoriskijohdannaisen muoto) kokivat jyrkkiä hintasyöksyjä, ja esimerkiksi CDO-markkinat katosivat käytännössä kokonaan. Koska hedge-rahastot turvautuvat johdannaisiin usein sijoitusstrategioissaan, on myös johdannaismarkkinat nousseet huolenaiheeksi finanssikriisien mahdollisena aiheuttajana<sup>2</sup>.

#### 1.1.1. Varjopankkitoiminta ja sen sääntely

Shadow Banking eli niin kutsuttu ”varjopankkitoiminta” on pitkään ollut, ja on toistaiseksi yhä edelleen, pankkimaailman heikoimmin säänneltyä osa-aluetta. Varjopankkisektorin toiminta nähdään usein sääntelyn kiertämisenä ja yhtenä merkittävimmistä tekijöistä

---

<sup>1</sup> Suomen kielelle käännettyssä lainsäädännössä viitataan rahastojen hoitajiin (ei managereihin) puhuttaessa rahastoa ja sen varoja hallinnoivasta auktoriteetista. Kun rahastoja käsitellessä on keskusteltava myös mm. omaisuuden ja talletusten hoitajista, on mielestäni termi manageri osuvampi epäselvyyksien välttämiseksi.

<sup>2</sup> Kaal, Wulf A., *Hedge Fund Regulation Via Basel 3*, Vanderbilt Journal of Transnational Law, 44:389, 2011 391-463

viimeisimmän finanssikriisin taustavaikuttajina<sup>3</sup>. Financial Stability Board on määritellyt varjopankkien toiminnan luotonvälityksenä koskien entiteettejä ja aktiviteetteja perinteisen pankkitoimintaa koskevan sääntelyn ulkopuolella<sup>4</sup>. Toisin sanoen nämä entiteetit tarjoavat vastaavia palveluita kuin perinteiset kaupalliset pankit ilman niitä koskevia tiukkoja rajoituksia. Tällaisia toimijoita ovat esimerkiksi sijoituspankit ja tämän tutkielman keskiössä olevat hedge-rahastot.

Koska varsinkin Yhdysvalloissa yksilöä koskeva omaisuuden suoja rajoittuu vain 100 000 dollariin, on suurilla yksityisillä sekä institutionaalisilla sijoittajilla kysyntä turvallisiin lyhytaikaisiin sijoituksiin. Tämä on mahdollista pankkitoimijan antamalla talletusta X vastaan takauksen esimerkiksi valtion obligaatioiden muodossa (jotka koetaan hyvin turvalliseksi sijoituskohteeksi), jotka se lupaa ostaa takaisin tulevana ajankohtana hinnalla Y (englanniksi ns. Repurchase Agreement tai Repo). Tässä luotonantomuodossa  $(X-Y)/X$  vastaa perinteisen talletuksen korkoa. Käytännössä siis varjopankkitoiminnassa käydään turvattua kauppaa takauksen mahdollistaman suojauksen turvin, sillä jos pankki laiminlyö takaisinostovelvoitteensa, on asiakkaalla oikeus pitää takaukseksi annetut omistukset. Toiminta on edellä kuvatulla tavalla hyvin pelkistetty mutta antaa yleisen ymmärryksen varjopankkien toimintamallista. Todellisuudessa toimintaan liittyy useita välikäsiä ja usein myös monimuotoista johdannaiskauppaa. Yksi tämän tyyllisen luotonantotoiminnan heikkouksista on myös takauksien jälleen myytävyys (takauksen saanut voi periaatteessa antaa takauksen eteenpäin käytettäväksi vastaavaan luotonantoon), jonka takia niiden todellista suojaavuutta riskiltä on vaikea määritellä.

Tämän tyylliset takaukselliset lainat ovat nousseet suureen suosioon ennen kaikkea institutionaalisten sijoittajien, eläkerahastojen ja muiden sijoitusrahastojen hallinnoimien rahanmäärien kasvun johdosta<sup>5</sup>. Vaikka tällaisten entiteettien oletetaan ylläpitävän varallisuuttaan, on niiden intresseissä pääsy turvalliseen korkoa tuottaviin sijoituksiin, jotka silti mahdollistavat korkean likviditeetin.

Varjopankkitoiminnan syntyä voidaan pitää sinällään hyväksyttävänä ja luontaisena, sillä sen on aikaansaanut nimenomaisesti kevyt tai olematon sääntely, joka perustuu 1930-luvun

---

<sup>3</sup> International Monetary Fund, *Shadow Banking: Economics and Policy*, 2012

<sup>4</sup> FSB (Financial Stability Board), 2011, "Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation," Recommendations of the Financial Stability Board (Basel: Bank for International Settlements).

<sup>5</sup> Gorton, Gary & Metrick, Andrew, *Regulating the Shadow Banking System*, Brookings Papers on Economic Activity 279, 2010

suuren laman jälkeisiin uudistuksiin pankkisektorilla (rahoitusmarkkinat ovat kehittyneet; lainsäädäntö ei). Yhä suurempi osa pankkisektorista siirtyi sääntelemättömälle “varjosektorille” edeltäen vuoden 2007 jälkeisiä tapahtumia. Sääntelyn puutteellisuus taas loi ilmapiirin, joka edesauttoi suhteettoman riskipitoisen toiminnan rahoitusmarkkinoilla (huomattavat globaalit sijoitukset mm. Subprime-lainoihin Yhdysvaltojen markkinoilla). Tämä osaltaan vaikutti huomattavaan systemaattisen riskin kasvuun rahoitusmarkkinoilla, jolla voidaan todistaa olleen merkittävä vaikutus finanssikriisin eri vaiheissa<sup>6</sup>. Ongelma sääntelyn ja lainsäädännön kanssa on myös se, ettei sitä hyödynnetty riittävän proaktiivisesti varjopankkitoiminnan tiedostamisesta ja laajuudesta huolimatta.

## 1.2. Hedge-rahastot

Hedge-rahastot ovat suurelle yleisölle vaikeaselkoinen ja monimutkainen rahoitusväline. Hedge-rahastojen harjoittama sijoitustoiminta on peräisin 40-luvulta, mutta käsite “hedge” on otettu tässä yhteydessä käyttöön vasta myöhemmin. Vuonna 1949 Alfred Winslow Jones yhdisti vipuvaikutuksen ja lyhyeksi myynnin (short selling) sijoitusstrategiaksi<sup>7</sup> suojautuakseen markkinoiden heilahteluilta (Tästä nimitys hedging, suom. suojautuminen). Hedge-rahastot ovat niin sanotusti absoluuttisen tuottotavoitteen rahastoja, joiden tavoitteena on tehdä tulosta myös silloin, kun markkinat laskevat. Tämä onnistuu hyödyntämällä monipuolisia ja hienostuneita sijoitusstrategioita, joka yleensä pitää sisällään aggressiivista ja salamannopeaa arvopaperikauppaa. Tällainen kaupankäynti perustuu pitkälti tietokoneiden väliseen vuorovaikutukseen pörssissä, jossa osto- sekä myyntistrategian taustalla ovat monimutkaiset, äärimmäisen salaiset, algoritmit. Hedge-rahastojen menestys perustuu informaation epäsymmetriaan markkinoilla. Suurten rahastojen managereilla on pääsy nopeasti hyvin laajaan informaatiokenttään, usein myös jopa sisäpiiritietoon. Hedge-rahastot ovatkin yksi parhaista arbitraasikaupan esimerkeistä<sup>8</sup>. Hedge-rahastoja on aina tarjottu hyvin rajalliselle yleisölle institutionaalisia tai muuten hyvin varakkaita sijoittajia (joiden on oletettu *caveat emptor* -periaatteella<sup>9</sup> olevan keskimääräistä valistuneempia toiminnassaan).

<sup>6</sup> Gorton ja Metrick, 2010, ks. edellä alaviite 4

<sup>7</sup> Kokkila, Aatu, AIFMD Impact on European Hedge Fund Industry. Aalto-yliopiston Kauppakorkeakoulu, Laskentatoimen laitos. 2015.

<sup>8</sup> Itzhak, Ben-David & Francesco, Franzoni & Rabih Moussawi, Hedge Fund Stock Trading in the Financial Crisis of 2007–2009. Rev Financ Stud (2012) 25 (1): 1-54. 2011.

<sup>9</sup> Caveat emptor viittaa niin kutsuttuihin ostajan markkinoihin. Ostajalla on velvollisuus tehdä riittävä selvitys kaupan osapuolesta ja kantaa kaupankäynnistä viime kädessä vastuun. Lisää tietoa aiheesta: <http://www.investopedia.com/terms/c/caveatemptor.asp>

Hedge-rahastojen päätoimijat ovat rahaston manageri, rahasto itse sekä muut toimijat, kuten rahaston hallinnoija ja päävälittäjä<sup>10</sup>. Rahastojen kustannuspolitiikka perustuu vuotuisen hallinnointipalkkioon sekä (yleensä) tulokseen pohjautuvaan palkkioon, jotka usein ovat merkittäviä. Tiettyjä hedge-rahastoja on viime aikoina kritisoitu korkeiden palkkiorakenteiden ylläpitämisestä, vaikka vaadittuun tuottotavoitteeseen ei olla rahastoissa päästy. Vaikka hedge-rahastot ovat pääluvultaan ja sijoittajakunnaltaan varsin pieniä, on niiden vaikutus markkinoilla usein huomattavasti suurempi. Hedge-rahastojen potentiaali ja menestys saavutettiin ennen usein korkealla vipuvaikutuksilla, jonka ansiosta päästiin käsiksi suurivolyymisiin sijoituskauppoihin<sup>11</sup>. Juuri vipuvaikutuksen käyttö ja siitä raportointi on nostettu sääntelyssä keskeiseksi, sillä aikaisemmin hedge-rahastojen pääomarakenteesta ei ole juurikaan saatavilla tietoa. Ei ole silti ennenkuulumatonta, että vipuvaikutuksella hankittu markkina-asema olisi yli kymmenkertainen omaan pääomaan nähden. Tässä voidaan luonnollisesti nähdä huomattavia riskejä markkinoiden epävakautuessa, kun ihmisten rationaalisen käyttäytymisen aste heikkenee ja mahdollisuus rahastoon sijoittaneiden vetäytymiseen kasvaa. Tätä on tiettyyn pisteeseen asti koitettu ehkäistä hedge-rahastojen omilla sopimuksilla kuin myös sääntelyllä. Hedge-rahastojen ja sijoittajien välisissä sopimuksissa on usein ehto pääomien palautuksesta. Likvideimpiä varoja voidaan palauttaa tiettyyn pisteeseen saakka, mutta epästabiiilissa markkinatilanteessa hedge-rahasto voi pidättäytyä palauttamasta pääomaa markkina-asemansa ja maksukykyensä turvaamiseksi.

Hyvän esimerkin hedge-rahastoissa piilevistä riskeistä antaa vuonna 1998 kaatunut Long Term Capital Management (LCTM), joka luhistui oman vipuvaikutuksensa alle ja pelastui ainoastaan Yhdysvaltain hallinnon toimesta. LCTM oli John Meriwetherin 1994 perustama hedge-rahasto, jonka menestystarina jatkui aina vuoteen 1998 saakka. Kaatumisen syynä oli osaltaan Aasian ja Venäjän talouksien heikkeneminen, mutta osaltaan myös absurdi pääomarakenne<sup>12</sup>; vipuvaikutuksen todettiin kaatumisen aikaan olleen 1:25. Yhtiö kaatui vain neljässä kuukaudessa menetettyään sen arvosta noin 4,7 miljardia dollaria, ja se jouduttiin pelastamaan Yhdysvaltain Keskuspankin (Federal Reserve System, FED) toimesta 3,6 miljardin dollarin pääomien palautuksilla. Hyvin pian tämän jälkeen yhtiö ajettiin konkurssiin. LCTM:n kaatumisen jälkeen monien hedge-rahastojen vipuvaikutuksen käyttö aleni huomattavasti varsinkin Yhdysvalloissa.

---

<sup>10</sup> Kokkila, Aatu. 2015, ks. edellä alaviite 7

<sup>11</sup> Nykyään rahastot turvautuvat enenevässä määrin monimutkaisiin algoritmeihin sekä yhä hienostuneempiin ja monimutkaisempiin sijoitusstrategioihin

<sup>12</sup> Shirref, David, *Lessons From the Collapse of Hedge Fund, Long-Term Capital Management*, Berkeley, 2009

Suurin osa hedge-rahastoista on perustettu verotuksellisista syistä esimerkiksi Cayman-saarille (muuta paikkoja mm. Brittiläiset Neitsytsaaret ja Bermuda) vaikka hallinnointi tapahtuu mantereella. Tällaisella offshore-yhtiöllä on turvattu rahastojen niin sanottu veroneutraalius, eikä sijoittajien tarvitse ottaa kannettavakseen rahaston verotaakkaa<sup>13</sup>. Yhtiörakenne on pääsääntöisesti toteutettu edellä mainitun kaltaisilla offshore-yhtiöillä tai onshore-yhtiöillä. Onshore-yhtiöitä nähdään käytännössä ainoastaan Yhdysvalloissa, ja ne on toteutettu kommandiittiyhtiön (limited partnership) muodossa. Offshore-yhtiöiden rakenne on huomattavasti monimutkaisempi<sup>14</sup>. Offshore-tyyppisesti toteutettu hedge-rahasto hyödyntää muita offshore-yhtiöitä, sijoitusrahastoja kommandiittiyhtiörakenteita sijoittajien tarpeista riippuen.

Hedge-rahastot toimivat lähinnä Yhdysvalloissa ja Euroopassa, vaikka trendi onkin laskemaan päin; Noin 2/3 hedge-rahastoista sijaitsee Yhdysvalloissa, 1/4 Euroopassa ja loput Aasiassa<sup>15</sup>. Kaksi selkeästi suurinta yksittäistä keskittymää sijaitsevat New Yorkissa ja Lontoossa, joiden voidaan katsoa olevan myös läntisen maailman merkittävimmät pankkikeskittymät.

Ulkopuoliselle herää varmasti ensimmäisenä kysymys hedge-rahastojen ja muiden rahastojen eroista; mitä konkreettista eroa on hedge-rahastolla ja julkisen kaupankäynnin kohteena olevalla sijoitusrahastolla? Vaikka hedge-rahastoilla on selkeitä niitä määrittäviä piirteitä, voivat nämä piirteet ja toimintamallit myös osittain heijastua yhtä lailla muiden sijoitusvälineiden toimintaan. Hedge-rahastot ovat aina erottautuneet ennen kaikkea pidättäytymällä suljettuna ja hyvin rajalliselle yleisölle tarjottuna toimintana, kun taas suurin osa markkinoiden rahastoista on yksityishenkilöille täysin avoimia. Toinen merkittävä ero on rajoitukset pääomien palautuksessa, sillä tätä rajoitetaan hedge-rahastojen toimesta huomattavasti likviditeetin turvaamiseksi markkinaheilahteluiden varalta. Tällainen järjestely on huomattavan tärkeä ottaen huomioon hedge-rahastoihin sijoittavien usein hyvin rajallisen määrän; sijoitusrahastoihin ylipäänsä sijoittavat lukemattomat yksilöt ja yhteisöt, kun taas hedge-rahastot pyrkivät pitämään sijoittajien määrän hyvin pienenä (aikaisemmin Yhdysvaltain laki oli vapauttanut rahastot tiedonantovelvollisuuksista, jos sijoittavien tahojen määrä oli alle 15 sijoitettavan varallisuuden suuruudesta riippumatta). Hedge-rahaston

---

<sup>13</sup> Kokkila, Aatu. 2015, ks. edellä alaviite 7

<sup>14</sup> Fund Associates, *White paper Offshore Hedge Funds Vs. Onshore Hedge Funds*, 2008

<sup>15</sup> TheCityUK, *Hedge Funds Report*, 2013

managerilla on tavanomaisesti huomattavia sijoituksia omassa rahastossaan. Osittain tämän takana on sääntely, mutta suurien sijoitusten takana on myös intressit oman pääoman kasvattamiseksi hedge-rahaston menestyksen uskossa. Vaikka tämän voidaan olettaa vähentävän liian riskipitoisten sijoitusten tekemistä, voi tällainen omistusrakenne myös aiheuttaa eturistiriitoja managerin ja muiden omistajien välillä. Hedge-rahastojen ja perinteisten sijoitusrahastojen välinen ero huomattiin myös viimeisimpien finanssikriisien aikana. Paniikin aikana hedge-rahastoista vedettiin varallisuutta takaisin jopa kolminkertaisesti sijoitusrahastoihin verrattuna. Tähän voi olla syynä hedge-rahastoon sijoittavien matalampi kynnys realisoida omaisuuksiaan heikkojen tulevaisuuden näkymien valossa<sup>16</sup>. Näin on perusteltua olettaa hedge-rahastoihin sijoittavien tahojen ollessa usein institutionaalisia, kuten eläkerahastoja, joilla saattaa olla ohjeistuksena luopua riskipitoisista sijoituksista hyvinkin herkästi.

### 1.2.1. Hedge-rahastojen yleisimmät toimintastrategiat lyhyesti

Jotta on edes mahdollista ymmärtää hedge-rahastojen poikkeavuus muista markkinan toimijoista ja varsinkin perinteisistä sijoitusrahastoista, näen tarpeelliseksi avata lyhyesti hedge-rahastojen yleisimpiä sijoitusstrategioita. Tämä mahdollisesti auttaa ymmärtämään hedge-rahastoja koskevaa kritiikkiä, jota käsittelemme tutkielman viimeisessä kappaleessa.

#### 1.2.1.1. Convertible arbitrage

Hedge-rahasto ostaa vaihtovelkakirjoja jotka ovat vaihdettavissa ennalta määritellyn yhtiön osakkeisiin, ja samanaikaisesti myy lyhyeksi kyseisen yhtiön osakkeita painaen kurssia alas.

#### 1.2.1.2. Merger arbitrage

Tulevan yhtiökaupan tapahtuessa hedge-rahasto ostaa kohdeyhtiön osakkeita ja myy lyhyeksi ostavan yhtiön osakkeita.

#### 1.2.1.3. Global macro

---

<sup>16</sup> Itzhak & muut, 2011, ks. edellä alaviite 8

Hedge-rahasto ostaa yhtä valuuttaa ja samanaikaisesti myy lyhyeksi toista valuuttaa. Tämä taktiikka voidaan toteuttaa myös ostamalla yhden valtion obligaatioita ja myymällä lyhyeksi toisen valtion obligaatioita.

#### 1.2.1.4. Market Neutral

Hedge-rahasto ostaa aliarvostettujen yhtiöiden (kuten ns. arvoyhtiöiden) osakkeita ja myy lyhyeksi yliarvostettujen (usein kasvuyhtiöiden) osakkeita.

### 1.3. Hedge-rahastot ja systeeminen riski

#### 1.3.1. Rahoitusmarkkinoilla vallitsevat riskit

Markkinoilla voidaan havaita olevan kahden tyyppistä riskiä: epäsystemaattista sekä systemaattista riskiä. Epäsystemaattista on esimerkiksi yksittäiseen osakkeeseen kohdistuvaa kurssiheilahtelu; reagoitua hyviin ja huonoihin uutisiin, yrityksen taloudelliseen kehitykseen tai vakavaraisuuteen. Epäsystemaattinen riski voidaan teoriassa poistaa tai minimoida oikeaoppisella hajauttamisella, mutta systemaattista riskiä ei kukaan voi karttaa.

Systemaattinen riski (markkinariski) on ei hajautettavissa olevaa riskiä, joka jakautuu kokonaisvaltaisesti markkinoille. Se ilmenee parhaiten volatilitteettina, joka mittaa koko osakemarkkinoiden kurssiheilahtelua.

Systemaattista ja systeemistä riskiä ei tule sekoittaa keskenään. Viimeisimmän finanssikriisin taustalla oli nimenomaan systeeminen riski, jonka tätä tutkielmaa varten määrittelen seuraavalla tavalla: Mahdollisuus instituutioihin kohdistuvien huonojen uutisten tai toimien johtamisen niiden kaatumiseen, tai koko rahoitusmarkkinoiden kaatumiseen ja tämän aiheuttavan vakavia negatiivisia ja horjuttavia seuraamuksia pitkin markkinoita. Tästä voidaan käyttää esimerkkinä Yhdysvaltalaisen investointipankki Lehman Brothersin kaatumista, joka toimi lähtölaukauksena vuoden 2008 finanssikriisille. Systeeminen riski on sitä merkittävämpi, mitä enemmän suuret, ns. "Too big to fail" instituutiot, ovat kytköksissä toisiinsa. Lehman Brothersin vahva integraatio Yhdysvaltojen talouteen teki siitä merkittävän systeemisen riskin lähteen.

Systeeminen riski välittyy pitkin rahoitusmarkkinoita, myös hedge-rahastoissa. Euroopan Keskuspankki (European Central Bank, ECB) erottelee hedge-rahastojen kautta välittyvän systeemisen riskin pääomamarkkinoille ja luotonvälitykseen<sup>17</sup>. Riski välittyy markkinoille hedge-rahastojen liittymien (herding), pakotettujen vipuvaikutusten pienentämisten (deleverage) ja romahtaville markkinoille tehtyjen lyhyeksi myyntien (short selling) takia. Hedge-rahastojen luotonvälityksen riski liittyy luoton vastapariin, joka usein on pankki<sup>18</sup>. Systeeminen riski liittyy mm. monimutkaiseen ihmisten välisen vuorovaikutukseen ja käyttäytymiseen. Neoklassinen taloustiede uskoo ihmisten käyttäytyvän täysin rationaalisesti, vaikka todellisuudessa käyttäytymistä ohjaa lukuisat tekijät. On monesti todistettu paniikkitilanteissa tunnepohjaisen ajattelun menneen rationaalisen käyttäytymisen edelle.

### 1.3.2. Systeeminen tapahtuma

Systeemiset tapahtumat voidaan jakaa yksittäisiin ja laaja-alaisiin systeemisiin tapahtumiin<sup>19</sup>. Yksittäinen tapahtuma aiheuttaa vahinkoa yhdessä instituutiossa tai yksillä markkinoilla. Laaja-alainen tapahtuma vastaavasti aiheuttaa vahinkoa useisiin instituutioihin tai jopa useille eri markkinoille. Näiden tapahtumien (yksittäisten tai laaja-alaisen) ollessa voimakaita on systeemisen riskin tarttuminen muihin toimijoihin tai muille markkinoille mahdollista. Laaja-alaisen systeemisen tapahtuma voi voimakkaana toimia laukaisevana tekijänä systeemille shokille<sup>20</sup>. Systemaattinen shokki on tapahtuma, joka aiheuttaa maailmanlaajuisen systeemisen kriisin johtaen koko talousjärjestelmän horjumiseen. Yhdysvaltojen sub-prime kriisi ja Euroopan velkakriisi ovat erinomaisia esimerkkejä systeemisen riskin leviämisestä instituutioista toisiin.

### 1.3.3. Systeemisen riskin sääntely

Viimeisimpien Yhdysvaltoja sekä Eurooppaa koetelleiden kriisien myötä systeemisen riskin olemassaolo on saanut paljon huomiota, ja varsinkin Euroopassa systeemistä riskiä on pyritty hallitsemaan kaikkia jäsenvaltioita koskevalla sääntelyllä. Koska hedge-rahastot toimivat pankkien tavoin luotonvälittäjinä rahoitusmarkkinoille, toimivat ne systeemisen riskin lähteenä. On toistaiseksi epäselvää, kuinka ja missä laajuudessa hedge-rahastojen luotonvälitys vaikutti 2008-2009 finanssikriisin aikana, mutta voidaan todeta rahastojen

<sup>17</sup> ECB, "Hedge funds and their implications for financial stability", Occasional paper series No. 34, 2005

<sup>18</sup> Kokkila, Aatu. 2015, ks. edellä alaviite 7

<sup>19</sup> De Bandt, Oliver & Hartmann, Philip, *Systemic Risk*, European Central Bank Working Paper No. 35, 2000

<sup>20</sup> ks. edellinen



epäonnistumisen luotonmaksussa pankeille edesauttavan pankkien maksukyvyttömyyttä ja markkinoiden epälikvidisyyttä<sup>21</sup>. Hedge-rahastoista välittyvää systeemistä riskiä voidaan säännellä suoraan asettamalla rajoitteita rahaston toiminnalle, tai epäsuoraan, säätelemällä esimerkiksi pankkien riskinottohalukkuutta.

Hedge-rahaston kaatuminen markkinoilla tuskin yksinään aiheuttaisi merkittävää markkinaheilahdusta, mutta sen kytkökset muihin markkinoiden toimijoihin tarjoaa väylän systeemisen riskin välittymiselle. Varsinkin Euroopassa systeemistä riskiä on kyetty hallitsemaan. Hedge-rahastoille on asetettu muun muassa vipuvaikutuksen käyttöä koskevia rajoitteita ja rahaston hoitajalle pääomavelvoitteita. Toistaiseksi systeemisen riskin sääntely Yhdysvalloissa ja Euroopassa eroaa merkittävästi toisistaan, vaikka molemmissa tiedostetaan sen olemassaolo ja siinä piilevät vaarat.

#### 1.3.4. Systeeminen riski tekee finanssikriiseistä väistämättömän osan taloutta

Koska rahoitusmarkkinat perustuvat vuorovaikutukseen, ei systeemistä riskiä voida koskaan täysin hävittää. Sääntely varsinkin Euroalueella on viime aikoina pyrkinyt systeemisen riskin pienentämiseen varsinkin pankkisektorilla, mutta tällaisen sääntelyn tehokkuutta on vaikea lyhyellä aikavälillä arvioida. Systeeminen riski liittyy mm. monimutkaiseen ihmisten välisen vuorovaikutukseen ja käyttäytymiseen<sup>22</sup>. Neoklassinen taloustiede uskoo ihmisten käyttäytyvän täysin rationaalisesti, vaikka todellisuudessa käyttäytymistä ohjaa lukuisat tekijät. On monesti todistettu paniikitilanteissa tunnepohjaisen ajattelun menneen rationaalisen käyttäytymisen edelle. Paniikitilanteessa, kuten talletuspaossa, yksittäiset ihmiset saattavat tehdä täysin ennalta-arvaamattomia ratkaisuja.

Mikä tekee systeemisestä riskistä poikkeuksellisen haitallisen, on sen kyky levitä markkinoilta toisille. Tästä markkinoiden globalisoitumisen seurauksista antoi varoittavan esimerkin LCTM:n kaatuminen Aasian ja Venäjän finanssikriisien seurauksena. Systeemisen riskin on todettu leviävän tartuntamaisesti eri markkinoiden välillä<sup>23</sup>. Takauksien poismyynti saattaa esimerkiksi aiheuttaa lisääntyvää heilahtelua arvopapereiden hinnoissa markkinoilta toiselle. Toinen merkittävä tartuntatekijä on informaation asymmetria; tämä voi johtua

---

<sup>21</sup> Kaal, Wulf A. 2011, ks. edellä alaviite 2

<sup>22</sup> Lo, Andrew W., *Hedge funds, Systemic Risk and the Financial Crisis of 2007-2008*, Written Testimony of Andrew W. Lo, Prepared for the U.S. House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform, 2008

<sup>23</sup> De Bandt, Oliver & Hartmann, 2000, ks. edellä alaviite 19

esimerkiksi heikosta uutisoinnista tai pelkästään siitä, että pörssit avautuvat eri aikaan vuorokautta eri puolilla maapalloa. Systeminen riski voi välittyä myös valuuttamarkkinoiden kautta. Jos jonkun maan valuuttaa devalvoidaan, välittyy tämä negatiivisena informaationa muille markkinoille.

Vaikka historia on todistanut useita talletuspakkoja, ajatellaan silti jokaisen olleen ainutlaatuinen ja ainutkertainen. Kun markkinoiden tila on ns. "business as usual", tuudittautuu helposti ajattelemaan, ettei mitään pahaa voi enää tapahtua. Koska ihmisten käyttäytyminen näyttää pitkällä aikavälillä ohjautuvan kohti riskisempää käyttäytymistä, on taloudelliseen epävakauteen osattava varautua<sup>24</sup>.

#### 1.4. Hedge-rahastot ja viimeisin finanssikriisi

Hedge-rahastojen todellista vaikutusta viimeisimpien finanssikriisien aiheuttajana tai myötävaikuttajana ei olla toistaiseksi voitu todistaa, eikä aiheita ole myöskään tutkittu tarpeeksi. Tähän on osasyynä vähäinen tieto hedge-rahastojen toiminnasta ennen viimeaikaisia uudistuksia sääntelyyn. Epäsuoria todisteita systemaattisen riskin kasvusta hedge-rahastojen ympärillä on silti nähtävissä jo vuodesta 2004<sup>25</sup>.

Vähäinen läpinäkyvyys hedge-rahastojen toiminnassa on ollut johtava tekijä sääntelyn kehittämiseen niin Euroopassa kuin Yhdysvalloissa. Euroopassa merkittävimmin hedge-rahastoja koskeva sääntely on toteutettu vuonna 2015 voimaan astuneessa AIFM-direktiivissä (Alternative Investment Fund Managers directive)<sup>26</sup>, jonka tehokkuus perustuu hedge-rahastojen managereihin kohdistuvaan lainsäädäntöön itse rahaston sijaan. Yhdysvalloissa sääntely on toteutettu 2010 voimaan astuneella Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection -asetuksella, joka on merkittävin rahoitusmarkkinoita koskeva uudistus Yhdysvalloissa pitkään aikaan. Asetuksen merkittävin Hedge-rahastoja koskeva sääntely on yli 150 miljoonan dollarin arvoisten rahastojen rekisteripakko Yhdysvaltain arvopapereita valvovan elimen SEC:n (United States Securities and Exchange Commission) rekisteriin<sup>27</sup>.

<sup>24</sup> Lo, Andrew W., 2008, ks. edellä alaviite 22

<sup>25</sup> Chan, N., Getmansky, M., Haas, S., & A. Lo, 2004, Systemic Risk and Hedge Funds, Conference Paper, NBER Conference on the Risks of Financial Institutions, Woodstock, VT, October 22–23.

<sup>26</sup> Direktiivin suomenkielinen vastaavuus: Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista (162/2014). Saatavissa: <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/AIFMD/Saantely/Pages/Default.aspx>

<sup>27</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010. § 407

On selvää, ettei hedge-rahastot olleet ainakaan merkittävin vaikuttava tekijä vuoden 2008 finanssikriisin takana, mutta niiden vaikutus markkinoiden epästabiiliuteen loi suotuisan ilmapiirin niin Yhdysvaltoihin kuin Eurooppaan laajemman sääntelykentän luomiselle<sup>28</sup>. Vaikka hedge-rahastot hallinnoivat vain pientä osaa markkinoille sijoitetusta varallisuudesta, on niiden osuus silti merkittävä monimutkaisten instrumenttien omistajana. Tämä kyseinen trendi on ilmeisesti jatkumassa<sup>29</sup>.

	2000	2002	2004	2006
<b>Banks</b>	72	64	60.5	51.5
<b>Hedge Funds</b>	4	8.5	15.5	30
<b>Insurers</b>	15	19.5	13.5	11.5
<b>Pension Funds</b>	2	1.5	3.5	3
<b>Mutual Funds</b>	1.5	2.5	3.5	2.5
<b>Corporate</b>	4.5	3	2.5	1.5
<b>Others</b>	1	1	1	1

Markkinoiden luottojohdannaiskauppaan osallistuvat tahot vuosina 2000-2006<sup>30</sup>

## 2.0 Lainsäädäntö Euroopassa ja Yhdysvalloissa

### 2.1. Eurooppa

#### 2.1.1. AIFMD

##### 2.1.1.1. Tausta

Alternative Investment Fund Managers Directive (direktiivi vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista) (AIFMD, 2011/61/EU) on ensimmäinen suoraan hedge-rahastoja säätelevä direktiivi Euroopan Unionin alla. Vaikka hedge-rahastojen toimintaa sääntelee sinällään moni direktiivi, on AIFMD otettu käyttöön viimeisimmän finanssikriisin töytäisemänä. AIFMD ei sääntele itse rahastoa, vaan rahaston managereita. Tämä lähestymistapa valittiin hedge-rahastojen offshore-yhtiörakenteen vuoksi; rahastot saattavat sijaita Cayman-saarilla, managerit eivät. Näin onnistuttiin luomaan Euroalueelle yhtenäinen sääntelykenttä hallinnoimaan merkittävää osaa hedge-rahastoista. Aikaisemmin managereita säänneltiin

<sup>28</sup> Kaal, Wulf. A. 2011, ks edellä alaviite 2

<sup>29</sup> ks. edellinen

<sup>30</sup> ks. edellinen. Alkuperäisen informaation julkaisi The British Bankers' Association. Tämä lähde ei saatavilla.

MiFID:in (Markets in Financial Instruments Directive) alla ja itse rahastoja PD:n (Prospectus Directive) alla<sup>31</sup>.

Ennen AIFMD:n voimaan astumista monilla unionin jäsenvaltioilla oli ennestään säännöksiä hedge-rahastojen ja niiden managereiden toimintaa kohtaan. Ranskassa ja Saksassa rahastot olivat poikkeuksellisen tiukan sääntelyn kohteena, kun taas Iso-Britanniassa sääntely oltiin pidetty varsin kevyenä<sup>32</sup>.

#### 2.1.1.2. Pääpiirteet

##### 2.1.1.2.1. Olennainen sisältö

AIFMD käsittää laajuudessaan useita asetuksia joita sitoo Euroopan Komission laatima Commission Delegated Regulation (AIFMD-CDR). CDR:n toimesta sääntelyllä on suora vaikutus EU:n jäsenvaltioihin<sup>33</sup>.

AIFMD:n päätarkoitus on tarjota sisäinen markkina rahastojen managereille, sekä yhtenäisempi sääntely ja valvonta koko EU:n alueelle. AIFMD täsmentää tehtäväkseen myös muun muassa systeemisen riskin valvonnan. On ilmeistä, että AIFMD koettaa poissulkea EU:n sisäisten sijoittajien toimet ulkopuolisten hedge-rahastojen ja niiden managerien kanssa, vaikka tämän näkemyksen purkamisen eteen on tehty jo työtä<sup>34</sup>.

AIFMD määrittelee vaihtoehtoiset sijoitusrahastot (Alternative Investment Funds, AIF) kollektiivisiksi sijoitushankkeiksi<sup>35</sup>. Sääntelyn ulkopuolelle jää UCITS:n (Undertakings for The Collective Investment in Transferable Securities) piiriin kuuluvat sijoitustoimijat. AIFMD asettaa ehtoja koskien niin itse rahastoja, mutta ennen kaikkea koskien niiden managereita. Direktiivin olennaisimmat säännöt koskevat toiminta-alueen määrittelyä, kolmansissa maissa sijaitsevia rahastoja, vähimmäispääomaa, talletuksia, talletusten vastuunalaisuutta, managereiden palkkioita, läpinäkyvyyttä, vipuvaikutuksen käyttöä ja

---

<sup>31</sup> Zetsche, Dirk ed., *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Wolters Kluwer, Law & Business, 2012

<sup>32</sup> Kokkila, Aatu. 2015, ks. edellä alaviite 7

<sup>33</sup> Lissabonin Sopimus Euroopan Unionista tehdyn sopimuksen ja Euroopan yhteisön perustamissopimuksen muuttamisesta (2007/C 306/01)

<sup>34</sup> Kaal 2011. Katso myös: European Securities and Markets Authority. ESMA ADVISES ON EXTENSION OF FUNDS PASSPORT TO 12 NON-EU COUNTRIES

<sup>35</sup> AIFMD, Artikla 1

lyhyeksi myyntiä. AIFMD:n sääntelyn ulkopuolelle jäävät managerit joiden hoidettavana on alle 100 miljoonan euron pääoma tai alle 500 miljoonan euron pääoma (jos vipuvaikutusta ei ole käytetty ja lunastusoikeuksista on määrätty tiukasti). Poikkeuksia on myös niin sanotuille “systemisesti vähämerkityksellisille” managereille<sup>36</sup>.

Direktiivin vaatimukseen kuuluu sijoitusrahastoja hallinnoivien yhtiöiden velvollisuus rekisteröityä ja hakea toimilupaa. Ilman toimilupaa myös rahastojen markkinointi on kiellettyä. AIFMD määrittää rahastojen managereille vähimmäispääoman, jonka tarkoitus on suojata rahastoa ja toimia ylimääräisenä puskurina. Hallinnointitavasta riippuen pääomaa on oltava ainakin 125 000 tai 300 000 euroa, jotta direktiivin määrittelemät ehdot täyttyvät<sup>37</sup>. Jos rahasto hallinnoi yli 250 miljoonan euron sijoitusomaisuutta, on manageri lisäksi velvoitettu tarjoamaan tästä ylimenevästä omaisuudesta 0,02% omaa varallisuutta maksimissaan 10 miljoonaan euroon saakka<sup>38</sup>.

#### 2.1.1.2.2. Palkkiojärjestelmä

Hedge-rahastojen tehokkuuteen sidotut palkkiojärjestelmät ovat historiallisesti katsottuna edistäneet liiallista riskinottoa managerien toimesta. Yksi LCTM:n kaatumiseen johtaneista syistä voidaan olettaa olleen ylimitoitettu riskinotto suurten palkkioiden toivossa. On varsin helppo olla yhtä mieltä siitä, että 90% todennäköisyys ylisuuriin tuottoihin mutta vastaavasti 10% todennäköisyys kaatumiseen johtaviin tappioihin ei ole pitkällä tähtäimellä kestävä toimintastrategia. Tällainen toiminta ei kuitenkaan ole harvinaista hedge-rahastojen maailmassa, jossa huonojen vuosien heikkoa tuottoa yritetään kompensoida ylimitoitetulla riskinotolla. AIFMD:n sääntely ohjaa rahastoja ottamaan käyttöön palkkiojärjestelmän, joka ei kannusta liialliseen riskinottoon<sup>39</sup>.

#### 2.1.1.2.3. Vipuvaikutuksen käyttö

Korkeat vipuvaikutukset ovat aina liitetty hedge-rahastoihin kuten myös systeemisen riskin lähteeksi. Oikein toteutettuna ja mitoitettuna vipuvaikutuksen käyttö voi kuitenkin olla merkittävä ja tehokas sijoitusstrategia. Koska vipuvaikutuksen yhteys systeemiseen riskiin ja

---

<sup>36</sup> Kaal, Wulf A. 2011, ks. edellä alaviite 2

<sup>37</sup> AIFMD, artikla 9.1 & 9.2

<sup>38</sup> AIFMD, artikla 9.3

<sup>39</sup> AIFMD, artikla 13.1

siten finanssikriisiin on todennettavissa, on AIFMD määrittänyt rajoituksia sen käyttöön<sup>40</sup>. Koska on mahdollista, että jälkikäteen huomataan rahaston tai sen managerin aiheuttavan potentiaalisesti merkittävää systemaattista riskiä markkinoilla, on AIFMD valtuuttanut viranomaistahot puuttumaan vipuvaikutuksen käyttöön rahastossa.

#### 2.1.1.2.4. Talletukset ja omaisuudenhoito

AIFMD erottaa toisistaan rahastojen varallisuuden hallinnoinnin ja säilytyksen kahdeksi erilliseksi toiminnoksi ja esittelee tätä tehtävää varten omaisuudenhoitajan auktoriteettina, joka hoitaa sekä säilytyksen että valvonnan. Näiden näennäisten tehtävien lisäksi omaisuudenhoitajan on velvollisuus pitää huoli siitä, ettei rahaston manageri väärinkäytä asemaansa ja että rahaston kirjanpito on asianmukaisesti esitetty. Useimmiten omaisuudenhoitajana toimii pankki tai sijoitusyhtiö<sup>41</sup>.

#### 2.1.1.2.5. Hedge-rahaston arvon määrittäminen

Hedge-rahastojen omistusten usein monimutkaisen luonteen vuoksi rahastojen todellista arvoa (varsinkin epälikvidien omistusten kohdalla) saattaa olla hyvin vaikea määrittää. AIFMD pyrkii nostamaan esille keskeisimpiä ongelmia arvonmäärittämisestä kannalta, ja asettaa ohjesääntöjä sen oikeaoppiseen toteuttamiseen. On hyvä huomioida, että varallisuuden määrittäminen tapahtuu maakohtaisesti. Keskeisimpiä ongelmia arvonmäärittämisessä voidaan katsoa olevan arvioinnin toteuttavien tahojen oikeudellisuuden määrittäminen, arvonmäärittämisestä toteuttavien asiamiesten luokittelu, vastuunalaisuus arvonmäärittämisestä oikeaoppiseen toteuttamiseen ja AIFMD:n ohjesääntöjen noudattaminen<sup>42</sup>.

#### 2.1.1.2.6. Toiminnan läpinäkyvyys

On yleisesti hyväksytty ja ymmärretty, että hedge-rahastojen toiminta ja markkinaetu on niiden toteuttamien sijoitusstrategioiden ja algoritmien takana. Jos tällainen tieto olisi julkisesti saatavilla, ei markkinoilla voitaisi toteuttaa menestyvää sijoitustoimintaa. Silti AIFMD velvoittaa rahastoja tuomaan julki tietoja muun muassa sijoitusstrategioista, vipuvaikutuksen käytöstä ja muista tärkeistä seikoista omille sijoittajilleen heidän tätä

<sup>40</sup> AIFMD, artikla 15.4

<sup>41</sup> Frase, Richard, & Young, John, *The role of depositary under the AIFM directive*, Lexology, 2013

<sup>42</sup> Matheson, *AIFMD Factsheet: Valuation*, 2014

pyytäessä. Tämän lisäksi rahastot ovat velvoitettuja julkaisemaan vuotuisia reportaaseja valtion viranomaisille sekä sijoittajilleen näiden vaatiessa<sup>43</sup>.

### 2.1.1.3. Vaikutukset

AIFMD on tuonut merkittävän lisäyksen hedge-rahastoja koskevaan sääntelykenttään perimmäisenä tarkoituksenaan stabiloida niitä koskevia markkinoita, hallita systeemistä riskiä ja ennen kaikkea yhtenäistää koko euroalueen sääntelyä. Osa AIFMD:n tavoitteista on jäänyt toistaiseksi vaisuksi heikosti määriteltyjen seuraamusten vuoksi; vaikka sääntely on jo varsin hienostunutta, on rangaistusten määrittely jätetty valtaosin valtiokohtaiseksi ja avoimeksi.

Nykyinen esitys palkkiojärjestelmän toteutuksesta ei ole tehokas, jos epäsymmetriaa managerien varojen ja rahaston koon välillä ei kyetä korjaamaan. Varallisuuden määrittely on jätetty jokaisen valtion itsensä vastuulle, joten määrittelytavoissa saattaa olla merkittäviäkin poikkeuksia; kun ei ole vedetty yhtenäistä linjaa siitä kenellä on tietotaito ja riittävä sofistikaatio sijoittamaan hedge-rahastoihin, on helppo kyseenalaistaa koko sektorin luotettavuus. Kritiikkiä herättää myös AIFMD:n vaatimus ulkopuolisesta toimintaa arvioivasta tahosta, sillä tarpeeksi ammattitaitoisen ja puolueettoman auktoriteetin löytäminen saattaa olla haastavaa. Läpinäkyvyys lisääntyneiden tiedonantovelvoitteiden kautta saattaa vaarantaa joidenkin hedge-rahastojen toiminnan, sillä markkinoilla saavutettu etulyöntiasema saattaa olla hyvin riippuvainen sijoitusstrategian tai algoritmien salassa pidettävyydestä.

Kritiikin ohella AIFMD on onnistunut monissa tavoitteissaan. Läpinäkyvyyden parantaminen on lisännyt luottamusta rahoitussektorilla helpottaen varsinkin osapuolten välisiä arviointitoimenpiteitä. Omaisuuden säilytyksen ja hallinnoinnin erottaminen toisistaan auttaa ehkäisemään petoksia ja muita väärinkäytöksiä merkittävästi. Väärinkäytösten vähenemisen voidaan puolestaan olettaa vähentävän sääntelyn kiertämistä ja siten lisäävän luottamusta ja tasapainoa koko markkinoilla.

---

<sup>43</sup> AIFMD, artikla 22-24

## 2.1.2. ESMA ohjeistus

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen ESMA (European Securities and Markets Authority) toimii AIFMD:n taustalla valvovana ja sääntelyä edistävänä elimenä. ESMA arvioi sijoittajiin, markkinoihin ja rahoitusmarkkinoiden vakauteen kohdistuvia riskejä, täydentää EU:n rahoitusmarkkinoiden yhteistä säännöstöä, edistää valvontakäytänteiden lähentymistä ja valvoo suoraan tiettyjä rahoitusalan laitoksia<sup>44</sup>. AIFMD:n kannalta merkityksellistä on ESMA:n valtuutus luoda ehdotuksia sitovista käytänteistä joita komissio voi ottaa käyttöön. ESMA:lla on myös valtuutus puuttua rekisteröitymättömien vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen toimintaan.

## 2.1.3. Muu kansainvälinen oleellinen lainsäädäntö

### 2.1.3.1. Euroopan pääomamarkkinoita koskeva lainsäädäntö

#### 2.1.3.1.1. Lyhyeksi myynnin sääntely

Euroopan parlamentti ja neuvosto ovat kieltäneet laissa (EU 236/2012) lyhyeksi myynnin suurilta osin ja ovat sisällyttäneet siihen lukuisia yksityiskohtaisia läpinäkyvyyteen liittyviä velvoitteita. Lyhyeksi myynti on sallittua vain, jos myyjä vakuuttaa olevansa hallussa kyseisistä osakkeista kaupan tapahtuessa. Tällä pyritään estämään niin kutsuttu naked shorting (alaston lyhyeksi myynti), joka mahdollisesti kaupankäynnin jo ennen kuin sopimusta osakkeiden lainaamisesta lyhyeksi myyntiä varten oli tehty. Laki käsittää myös tiedonantovelvoitteen lyhyeksi myynnin nettopositioista. Luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö, jolla on lyhyeksi myyntiin liittyviä positioita, on velvoitettu ilmoittamaan niistä, jos niiden arvo on yli 0,2% kyseisen yrityksen osakepääoman arvosta.

Laki ei ole määrittänyt yksityiskohtaisia velvoitteita sanktioiden osalta, mikäli jokin taho ei niitä noudata.

---

<sup>44</sup> Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA), Perustiedot. Saatavissa: [https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma\\_fi](https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_fi)



#### 2.1.3.1.2. Luottoriskijohdannaisten sääntely

Credit Default Swap (CDS) on luottoriskijohdannainen, jossa yksi osapuoli maksaa toiselle saadakseen kompensatiota, mikäli sopimuksessa määritelty taho ei kykene hoitamaan velkojaan. CDS toimii siis ikään kuin vakuutuksena. Sääntely kieltää ns. suojaamattomien CDS:ien käytön. Suojaamaton CDS ei suoraan palvele nimenomaista tarkoitustaan turvauksesta maksavan osapuolen riskien minimoimisessa. Sääntelyllä koitetaan ehkäistä tilanteita, joissa sijoittajat voisivat hyötyä merkittävistä maksukyvyttömyystilanteista ostamalla CDS-johdannaisia jälkimarkkinoilta.

#### 2.1.3.2. Basel III

Basel 3 on kansainvälinen ja vapaaehtoinen pääoma- ja rahoitusmarkkinoiden sääntelyä ohjaava toimija. Basel 3 käsittelee hedge-rahastojen toimintaa varsinkin systeemisen riskin välittäjänä ja johdannaiskaupan osapuolena. Vaikutus toimintaan tapahtuu kuitenkin pääsääntöisesti epäsuoran sääntelyn keinoin, sillä Basel 3 ottaa kantaa pankkien toimintaan pääomamarkkinoilla, ja luo puitteet riskien hallintaan perinteisten pankkien ja varjopankkien välimaastoon. Basel 3 ottaa myös kantaa niin sanottujen “too big to fail” entiteettien ongelmallisuuteen. Basel 3 saa kannatusta niin Yhdysvaltain kuin Euroopan puolelta, ja sen ehdottamat käytänteet ovat yleisesti hyväksytyjä.

Basel 3 pyrkii estämään pankkitoimijoita käyttämästä varjopankeille tyypillisiä taseen ulkopuolisia rahoitusvälineitä. Samalla on asetettu pääomaa koskevia vähimmäisvaatimuksia, joiden noudattamatta jättäminen rajoittaa toimijoiden oikeuksia. Basel 3 on lisännyt ennestäään pääomavaatimuksia koskien kaupankäynnin vastapuoliin kohdistuvaa riskiä. Tällä on myös välillinen vaikutus hedge-rahastojen sääntelyyn, sillä huomattavasti vipuvaikutusta hyödyntävät hedge-rahastot saatetaan määritellä liian riskipitoisiksi yhteistyökumppaneiksi. Tämä pakottaa osaltaan hedge-rahastoja määrittelemään pääomarakenteensa uudella tavalla pankkien vaatimukseen sopiviksi.

#### 2.1.3.3. Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi (MAD, Market Abuse Directive)

hedge-rahastojen kannalta olennainen sääntely Markkinoiden väärinkäyttödirektiivin osalta koskee sisäpiirikauppoja sekä markkinoiden manipulointia. Sisäpiiritieto koskeen ennen

kaikkea rahastojen managereita, joilla on usein pääsy hyvin laajaan informaatiokenttään. Direktiivi kieltää kaikenlaisen sisäpiiritiedon suosittelusta toiselle henkilölle tai houkuttelua sisäpiirikauppojen tekemiseen tai muutoin hyödyntää tällaista tietoa. Täten se myös velvoittaa jäsenvaltioita toteuttamaan tarvittavia toimenpiteitä sisäpiiritiedon laittoman ilmaisemisen ehkäisemiseksi rikosoikeudellisin seurauksin. Markkinoiden manipuloinnin voidaan katsoa tarkoittavan väärin ja harhaanjohtavien signaalien lähettämisestä koskien rahoitusvälineiden tarjontaa, kysyntää tai hintaa tai toimia hinnan epänormaalille tai keinotekoiselle asettelulle. Tällaisen tiedon levittäminen missä tahansa tiedotusvälineessä katsotaan rikokseksi.

## 2.2. Yhdysvallat

### 2.2.1. Dodd-Frank asetus (kohta IV)

#### 2.2.1.1. Tausta

Hedge-rahastojen toiminta kantaa juurensa 1950-luvun Yhdysvaltoihin. Vielä tuolloin niiden olemassaolosta oli sinänsä vähän todisteita, sillä niiden toiminta oli täysin FED:n sääntelyn ulkopuolella, ja itse rahastot olivat rekisteröimättömiä. Tällainen olematon sääntely oli hedge-rahastoille ja sen tyyppisille toimijoille hyvin suotuisa, ja rahastot suunniteltiin nimenomaisesti kiertämään laki ja hyödyntämään siinä määriteltyjä poikkeuksia ja vapautuksia. Lainsäädäntö pohjautui pitkään vuosien 1933, 1934 ja 1940 voimaan tulleisiin lakiuudistuksiin<sup>45</sup>. Lainsäädäntö ei nähnyt merkittävää uudistumista ennen 2000-lukua, vaikka SEC yritti parantaa sääntelyä luomalla turvasatamia. Vasta LTCM:n kaaduttua 1998 heräsi pelko hedge-rahastojen mahdollisesta uhasta globaalien markkinoiden stabiiliudelle. Tästä seurasi laaja-alaista tutkimusta ja työstöä lainsäädännön kehittämiseksi, ja lopulta SEC määräsi rahastoille rekisteröintivelvollisuuden, joka herätti laaja-alaista vastustusta. Lopulta SEC:n vallankäyttö mitätöitiin sääntöjen laadinnan arbitraasina.

Lopulta vastaus vuosien 2007 ja 2008 finanssikriisiin ja lainsäädännön kehitykseen saatiin vuonna 2010 voimaan tulleessa Dodd-Frank asetuksella (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act). Asetuksen kohta IV on omistettu yksityisten sijoitusrahastojen neuvonantajien sääntelylle (Private Fund Investment Advisers Registration Act, PFIARA).

---

<sup>45</sup> Wulf A. Kaal & Dale Oesterle, *The History of Hedge Fund Regulation in the United States, Handbook on Hedge Funds*, Oxford University Press, 2016

### 2.2.1.2. Pääpiirteet

Uudet säännökset velvoittivat hedge-rahastojen managereita rekisteröitymään SEC:n tietokantaan, ja lisäksi julkaisemaan ja ylläpitämään rekisterissä SEC:n vaatimia tietoja strategiasta, kaupankäynnin kohteena olevista tuotteista, riskimittareista ja muista toiminnan arvioinnin kannalta olennaisista seikoista. PFIARA:n rekisteröintivelvollisuus koskee kuitenkin vain yli 150 miljoonan dollarin (USD) omaisuutta hallinnoivia toimijoita<sup>46</sup>. PFIARA:n perimmäinen tarkoitus on sallia SEC:lle oikeus kerätä informaatiota, jonka voidaan katsoa ennaltaehkäisevän systeemistä riskiä, tarjota sijoittajille oleellista ja hyödyllistä informaatiota sekä ehkäistä petoksia. Rahastojen managerit ovat lisäksi veloitettuja täyttämään erityisen lomakkeen itseään koskevasta informaatiosta, hallinnoimistaan rahastoista ja niiden sijoittajista. Lisäksi Dodd-Frank on myöntänyt viranomaisille oikeuden puuttua johdannaisten, kuten myös muiden finanssikriisin syntyyn mahdollisesti vaikuttaneiden rahoitusinstrumenttien, kaupankäyntiin<sup>47</sup>.

SEC ottaa lisäksi kantaa kolmeen merkittävään ongelmaan, jotka koskettavat varsinkin hedge-rahastoja<sup>48</sup>:

- salassa pidetyt intressiristiriidat, kun managerit eivät noudata tiedonantovelvoitteitaan tietyissä tilanteissa,
- Sijoitusmahdollisuuksien hajauttaminen, kun erilaiset kustannusrakenteet voivat ohjata portfolion varojen allokointia,
- Kustannusten oikeaopillinen allokointi. SEC on kiinnittänyt huomionsa erityisesti tilanteisiin, joissa rahastot ovat epäoikeudenmukaisesti allokoineet tappiollisten kauppojen kustannuksia epätasaisesti sijoittajien kesken ilmoittamatta tästä asianmukaisesti.

Merkittävä muutos aikaisempaan lainsäädäntöön on SEC:n päätös luopua rahoitusyhtiöiden toimintaa merkittävästi rajoittaneista markkinointikielloista. Uusien säännösten valossa hedge-rahastot voivat avoimesti keskustella sijoittajien ja suuren yleisön kanssa tietyin poikkeuksin. Harva hedge-rahasto on kuitenkaan muuttanut merkittävästi kommunikointistrategioitaan. Koska uudet säännökset mahdollistavat hedge-rahastojen

---

<sup>46</sup> Dodd-Frank Asetus § 407

<sup>47</sup> Dodd-Frank Asetus § 610, § 619 ja § 124

<sup>48</sup> Wulf A. Kaal & Dale Oesterle, 2016, ks. edellä alaviite 45

toiminnan markkinoimisen hyvin laajalle yleisölle, on SEC velvoittanut rahastoja varovaisuuteen ja tarkkuuteen varmistuakseen siitä, että sijoittajat ovat valtuutettuja.

### 2.2.1.3. Vaikutukset

Dodd-Frankin pakottama jyrkkä lisäys läpinäkyvyyteen herätti aluksi huomattavaa vastustusta, mutta Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinat ovat sopeutuneet muutoksiin sangen hyvin ennakoitujen vaikutusten jäätyä odotettua pienemmiksi<sup>49</sup>. Tiedonantovelvollisuus ja varsinkin säännöllinen tiedottaminen ovat lisänneet huomattavasti kustannuksia isoissa rahastoissa<sup>50</sup>. Tällaisten kustannusten voidaan olettaa siirtyvän sijoittajien maksettavaksi.

Määräystenmukaisuus on ilmeisesti lisännyt kustannuksia Yhdysvalloissa. Tämän voidaan katsoa nostavan kynnystä päästä markkinoille uutena toimijana.

Vaikka SEC on lisännyt tarkkuutta valtuutettujen sijoittajien selvittämiseksi, on se silti epäonnistunut termin yksiselitteisessä määrittelyssä. SEC vaatii valtuutettuja sijoittajilta vähimmäispääomaa statuksen täyttymiselle, mutta ei ota huomioon sijoittajien tietotaitoa tai ymmärrystä monimutkaisten rahoitusinstrumenttien kaupankäynnistä.

Mikäli SEC hyödyntää aktiivisesti valta-asemaansa sääntöjen laatijana tukahduttaen hedge-rahastojen markkinoita, saattaa tällä olla vaikutusta koko rahoitusmarkkinoiden toimintaan.

### 2.2.2. SEC

United States Securities and Exchange Commission (SEC) on Yhdysvaltain arvopaperimarkkinoita valvova elin. Sen keskeisimpiä tehtäviä ovat sijoittajien suojeleminen, tehokkaiden markkinoiden ylläpito sekä pääoman muodostuksen helpottaminen. SEC valvoo kaikkia arvopaperimarkkinoiden keskeisimpiä toimijoita, kuten pörsssejä, välittäjiä ja kauppiaita, sijoitusneuvoja kuten myös sijoitusrahastoja.

---

<sup>49</sup> Kaal, Wulf A. "Private Fund Disclosures under the Dodd-Frank Act." *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law* 9:2, 428–477. 2014

<sup>50</sup> Kaal, Wulf A. "The Post Dodd-Frank Act Evolution of the Private Fund Industry: Comparative Evidence from 2012 and 2015." *Business Lawyer*, 2016b

SEC:n juuret ovat peräisin 1930-luvun suurta lamaa edeltäneestä vuoden 1929 pörssiromahduksesta. Kun markkinat syöksyivät niin sijoittajien kuin myös pankkien mennessä konkurssiin, päätti Yhdysvaltain kongressi presidentti F. D. Rooseveltin alaisuudessa läpäistä uuden lakialoitteen vuonna 1933 (Securities Act of 1933) säätelemään arvopaperimarkkinoita ja vuonna 1934 (Securities Exchange Act of 1934) säätelemään pörssiä, josta sai alkunsa myös SEC.

PFIARA on valtuuttanut SEC:n laatimaan sääntöjä, ja velvoittaa sen tutkimaan sijoitusneuvojen kokoa, hallintotapaa sekä sijoitusstrategioita systemisen riskin määrittämiseksi.

### 2.2.3. Muu lainsäädäntö

#### 2.2.3.1. Lyhyeksi myynnin sääntely

Lyhyeksi myynti nähdään Yhdysvalloissa hyvin kaksipuolisena toimintana varsinkin viimeisimpien finanssikriisien siivittämänä. On yleisessä tiedossa, että moni hedge-rahasto käytti hyväkseen jyrkkiä laskukierteitä markkinoilla pikaisten voittojen lunastamiseksi ja näin osaltaan vaikuttaen kurssien nopeaan syöksyyn. Lyhyeksi myynti liitetään usein myös markkinoiden manipulointiin, sillä strategiassa hyötyy niin sanotusti “huonoista uutisista”. SEC on uusilla säännöksillä rajoittanut lyhyeksi myynnin osakkeilla, joiden arvo pörssissä on pudonnut vähintään 10 prosenttia edelliseen kaupankäyntipäivään verrattuna<sup>51</sup>. SEC on estänyt myös lyhyeksi myynnin ennen listautumispäivää. Perinteisten sijoitusrahastojen osalta lyhyeksi myynnin säännökset ovat huomattavasti tiukentuneet, mutta hedge-rahastot on suureksi osaksi vapautettu tämän lainsäädännön piiristä toiminnan luonteen vuoksi.

#### 2.2.3.2. Markkinoiden manipulointi

Naked shorting (alaston lyhyeksi myynti) on kiellettyä toimintaa myös Yhdysvalloissa. Alaston lyhyeksi myynti tarkoittaa osakkeiden myymistä jo ennen kuin on edes lainannut kyseiset osakkeet.

---

<sup>51</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 17 CFR PART 242

### 2.2.3.3. Vipuvaikutuksen käyttö

Vipuvaikutuksen määrää ei ole Yhdysvalloissa lainkaan säädelty. Sen sijaan vipuvaikutus ja sen mukana tuoma riski hedge-rahastoissa on epäsuorasti säännelty vastapuolten, usein pankkien, toiminnassa. Riskipitoisemman toiminnan voidaan katsoa vaativan korkeampaa korkoa. Tämän lisäksi varsinkin pankit ovat sidottuja valvomaan vastapuolen riskin määrää osaltaan vaikuttaen hedge-rahastojen kanssa tehtävään kaupankäyntiin.

### 2.2.3.4. Blue Sky Law

Blue Sky Law on Yhdysvalloissa asetettu laki säätelemään arvopaperimarkkinoilla tapahtuvaa kaupankäyntiä. Sen perimmäinen tarkoitus on suojata yksityishenkilöitä joutumasta petoksen kohteeksi. Laki velvoittaa arvopaperien tarjousten ja myyntien, kuten myös välittäjien, rekisteröimisen. Lain sisältö vaihtelee osavaltioittain<sup>52</sup>.

### 2.2.3.5. Verotus

Tällä hetkellä Yhdysvaltain lainsäädäntö oikeuttaa hedge-rahastojen managerit hyvin edullisen verotuksen piiriin, sillä hedge-rahastojen ei katsota olevan tavanomaisia entiteettejä yritysmaailmassa. Epäkohdan korjaamiseksi on esitetty lukuisia lakialoitteita, ja ongelman korjaamiselle nähtäneen piakkoin ensimmäisiä ratkaisuja.

## 2.2.4. Pankkien toiminnan sääntely

Dodd-Frank asetus kieltää kaupallisia pankkeja omistamasta yksityistä pääomaa tai hedge-rahastoja<sup>53</sup>. Tämän lisäksi se kieltää pankkeja käymästä kauppaa swapeilla<sup>54</sup>. Swap on vaihtokauppajohdannainen, jossa osapuolet vaihtavat rahoitusinstrumentteja keskenään. Tällainen kaupankäynti on aikaisemmin ollut normaalia pankkien ja hedge-rahastojen välillä. Vaikka asetus kieltää pankkeja omistamasta hedge-rahastoja, on tästä sovittu niin sanotulla *de minimis* -poikkeuksella<sup>55</sup>: omistus on sallittua sen ollessa alle 3 prosenttia rahastosta<sup>56</sup>.

---

<sup>52</sup> United States Securities Exchange Commission. Fast Answers: Blue Sky Laws, Saatavissa: <https://www.sec.gov/fast-answers/answers-blueskyhtm.html>

<sup>53</sup> Dodd-Frank Asetus § 619

<sup>54</sup> Dodd-Frank Asetus § 716

<sup>55</sup> de minimis viittaa vähämerkityksellisyyteen

<sup>56</sup> Dodd-Frank Asetus § 619

### 2.3. Sääntelyn vertailu ja kysymys asymmetriasta

AIFMD ja Dodd-Frank asetukset ovat kaksi merkittävintä hedge-rahastoja säätelevää lakia. Lähes kaikki hedge-rahastot sijaitsevat tällä hetkellä joko Yhdysvalloissa tai Iso-Britanniassa, ja toistaiseksi niiden sääntely poikkeaa merkityksellisesti toisistaan riippuen maantieteellisestä sijainnista.

Eräs toistaiseksi keskeisimmistä Dodd-Frankin ja AIFMD:n välisistä ristiriidoista on rekisteröimisvelvollisten rahastojen pääoman vähimmäiskoko, joka Yhdysvalloissa on 150 miljoonaa dollaria ja Euroopassa taas 100 miljoonaa euroa. Globaalisti tarkasteltuna tässä rajamaastossa toimivat hedge-rahastot ovat mielenkiintoisessa asemassa valitessaan toiminnalleen kotipaikkaa. On selvää, että hedge-rahastot ovat toistaiseksi edullisemmassa asemassa Dodd-Frankin alaisuudessa. Toiseksi EU:n ulkopuolisten hedge-rahastojen markkinointi ja hallinnointi ovat toistaiseksi poikkeuksellisen rajattua. ESMA on kuitenkin ehdottanut poikkeusta lainsäädännössä koskien 12:ta valtiota, joiden joukossa ovat muun muassa Yhdysvallat sekä Cayman-Saaret. Näiden valittujen valtioiden hedge-rahastoille ei jatkossa aiheutuisi merkittäviä kustannuksia tai ylimääräistä vaivaa päästäkseen osallistumaan täysimittaisesti Euroopan rahamarkkinoille. Eräs mielenkiintoinen eroavuus toistaiseksi on AIFMD:n puuttuminen hedge-rahastojen managerien palkkiojärjestelmiin. Palkkiojärjestelmien toimimista on rajoitettu ja muokattu ehkäisemään ylisuurta riskinottoa, mutta myös edistämään managerien velvollisuutta toimia sijoittajien etujen mukaisesti. Yhdysvalloissa tällaista ratkaisua ei olla tehty, vaikka on yleisesti tiedostettu ylimitoitettujen riskien ottamisen korreloivan hedge-rahastojen palkkiojärjestelmien kanssa. AIFMD on myös erottanut rahastojen talletuksen ja hallinnoinnin kahdelle erilliselle taholle petollisen toiminnan ehkäisemiseksi, ja on lisäksi puuttunut myös hedge-rahastojen käyttämien vipuvaikutusten määrään asettamalla sen käytölle rajoituksia äärimmäisissä olosuhteissa. Myöskään näihin ongelmiin Dodd-Frankin valtuuttama SEC ei ole puuttunut.

Vaikka tässä valossa AIFMD:n asettamat säännöt saavat Euroopan vaikuttamaan ylisäännellyiltä markkinoilta, on myös hyvä miettiä, kuinka markkinat reagoisivat äkilliseen ja ennalta-arvaamattomaan kriisiin sääntelyn ollessa nykyisenkaltainen. Hedge-rahastojen toimiessa pääsääntöisesti samoilla markkinoilla sääntelyn ollessa epätasapainossa, syntyy

markkinoille epätoivottua ja haitallista kitkaa. Sääntelyn asymmetria saattaa myös ohjata toimijoita siirtämään rahastonsa muualle edullisemmän lainsäädännön toivossa.

### 3.0 Sääntelyn kehitys ja sen vaikutukset tulevaisuudessa

#### 2.1. Epäsuora vai suora sääntely?

Huomio tulisi kiinnittää ennen kaikkea itse monimutkaisten rahoitusinstrumenttien sääntelyyn ja siihen, kuinka niiden todellista riskiä voitaisiin arvioida. Tämän toteutuessa myös hedge-rahastojen epäsuora sääntely toteutuu. Toistaiseksi monien luottojohdannaisten jälleen myytävyyks on edelleen ongelma markkinoilla; on vaikea määrittää johdannaisten todellista riskiä, kun ei tiedetä kuinka monessa kaupassa samaa johdannaista on käytetty vakuutena. Johdannaisten kaupankäynnin rajoittaminen heikentäisi liikaa markkinoiden tehokkuutta, mutta jokin ratkaisu ongelmaan tulisi löytää. Epäsuora sääntely on tehokas tapa vaikuttaa hedge-rahastojen kautta välittyvään systeemiseen riskiin. Sääntelyn olisikin hyvä kiinnittää huomio systeemisen riskin hallitsemiseen kuten myös sen monitorointiin. Tämä onnistuu parhaiten säätelemällä pankkeja. Monimutkaisia rahoitusinstrumentteja syntyy jatkuvasti lisää ja niiden rakenne muuttuu. Samalla rahoitusmarkkinoiden toimijoiden väliset sopimukset ja osapuolten monimutkaiset yhteydet toisiinsa hankaloittavat jo ennestään kompleksin järjestelmän valvomista. Historiasta voimme päätellä uusien ja jopa kokeellisten rahoitusinstrumenttien pitävän sisällään ennennäkemättömiä riskitekijöitä, varsinkin kun ne altistetaan monimutkaisille markkinoille. Tulevaisuuden kannalta on hyvä kiinnittää huomio taloudellisiin innovaatioihin. Jos markkinoille saapuu uusia instrumentteja, joiden kaupankäynti on huomattavaa, olisi näiden tuotteiden riskin monitorointi ensisijaisen tärkeää. Uusien rahoitusinstrumenttien kaupankäyntiä olisi tietyin painavin ehdoin kyettävä rajoittamaan, jos ne nähdään vaarallisina globaaleille markkinoille. Sääntelyn tulisi olla sopeutuvaa ja responsiivista. Sen lisäksi olisi syytä keskittyä itse toimintoihin instituutioiden sääntelyn sijaan. Tästä hyvänä esimerkkinä on varsinkin AIFMD, joka on ottanut sääntelyn kohteeksi hedge-rahastojen managerit itse rahaston sijaan.



Koko varjopankkisektoria koskevan sääntelyn uudistamisesta on myös keskusteltu<sup>57</sup>. On ehdotettu, että varjopankkien toiminta sisällytettäisiin yhdistymällä tai muuntumalla kaupallisiksi pankeiksi. Näin sääntelyn lisäämiseltä voitaisiin luopua kaikkien toimijoiden ollessa taas laajan sääntelyn sisäpuolella. Toimintojen yhdistyminen voi toisaalta vaarantaa perinteisen pankkitoiminnan stabiiliuden. Varjopankit voitaisiin myös erottaa täysin toimimasta kaupallisten pankkien kanssa ja jättää sääntely hyvin vähäiseksi. Tällainen ratkaisu on varsin kaukaa haettu, sillä toiminta kaupallisten pankkien ja varjopankkien välillä on hyvin sidoksissa toisiinsa; toiminnan erottaminen tulisi äärimmäisen kalliiksi. Sääntelyn puuttuminen lisäisi entisestään läpinäkymättömyyttä varjopankkisektoriin.

Niin Yhdysvalloissa kuin Euroopassakin hedge-rahastot ovat antaneet periksi viime aikaiselle varsin aggressiiviselle sääntelylle. Jotta hedge-rahastot voisivat toimia tarkoitustensa puitteissa, on niille jätettävä liikkumavaraa<sup>58</sup>. Kun valtuutetun sijoittajan termi on laissa määritelty, on oletettava näiden toimijoiden myös olevan tarpeeksi sofistikoituneita monimutkaisten rahoituspäätösten tekemiseen. Tämä puhuu suoran sääntelyn keventämisen puolesta. On syytä panna merkille, ettei yksityiskohtaiset ja sanan tarkat säännöt ole välttämättä tehokkain ratkaisu hedge-rahastojen ohjaamiselle, vaan pitkällä aikavälillä tulisi pyrkiä yhä hienostuneempien ja joustavampien ratkaisujen löytämiseen. Epäsuoran sääntely saattaa yksinään olla niin tehokasta, että sillä kyettäisiin jatkossa selviytymään hedge-rahastojen asettamasta systeemisestä riskistä<sup>59</sup>.

## 2.2. Markkinoiden kasvava globalisoituminen.

Globaalien markkinoiden jatkuva integraatio toisiinsa sekä Aasian rahoitussektorin jatkuva kasvu merkitsee hedge-rahastojen osuuden todennäköistä vähenemistä Euroopassa ja Yhdysvalloissa. Kun ja jos tämä tapahtuu, on sääntelyyn puututtava yhä aktiivisemmin myös varsinkin Kiinan rahoitusmarkkinoilla. Hedge-rahastojen suurempi hajautuneisuus tulevaisuudessa tulee vaatimaan sääntelyn yhdenmukaistamista yhä entisestään.

## 2.3. Hedge-rahastojen kaupallistuminen.

---

<sup>57</sup> Shadow Banking: Economics and Policy, International Monetary Fund. 2012

<sup>58</sup> Kim, Eun Jip, *Rethinking Hedge Fund Regulation: Focusing on the U.S., the U.K., and Korea*, Maurer School of Law: Indiana University, 2014

<sup>59</sup> Nabilou, Hossein, & Paccos, Alessio M., *The Hedge Fund Regulation Dilemma: Direct vs. Indirect Regulation*, 2015

Hedge-rahastojen markkinointitoimien vapauttaminen Yhdysvalloissa saattaa johtaa suureen määrään “pienen” suursijoittajien ryntäämistä markkinoille. Kun valtuutetun sijoittajan määrittely on vielä suhteellisen hankalaa kuten myös vaadittavan omaisuuden arviointi, saattaa markkinoille syntyä joukko heikosti kultivoituneita sijoittajia. Tällainen joukko ei välttämättä ymmärrä täysin hedge-rahastojen sijoitusstrategioita tai instrumenttien toimintaa, ja saattavat osaltaan myötävaikuttaa kehnolla päätöksenteolla systeemisen riskin lisääntymiseen markkinoilla.

## 2.4. Hedge-rahastojen vaikutus rahoitusmarkkinoiden toimintaan.

Kysymys hedge-rahastojen osuudesta finanssikriisiin on kriittinen ja keskeinen, ja yhteys systeemiseen riskiin markkinoilla on selvä. Chan & muut<sup>60</sup> löysivät jo muutama vuosi ennen finanssikriisiä todisteita hedge-rahastojen lisääntyneestä systeemisen riskin määrästä. He huomasivat muun muassa hedge-rahastojen koon kasvaneen nopeammin kuin tehokkuuden tai likviditeetin. He huomasivat jo tuolloin koko pankkisektorin olevan altistuneita hedge-rahastojen välittämälle riskille kaupankäynnin ja luotonannon kautta.

On syytä todeta, ettei hedge-rahastoista kuitenkaan ole pelkästään haittaa markkinoille. Normaleissa olosuhteissa hedge-rahastot parantavat markkinoiden tehokkuutta monilla tavoin. Ne huolehtivat riskin jakautumisesta, parantavat likvidisyyttä ja osaltaan vaikuttavat arvopaperimarkkinoiden hintojen oikeellisuuteen<sup>61</sup>. Suurille sijoittajille hedge-rahastot ovat oivallinen ja usein helppo keino ulkoistaa riskin hajautus ja varallisuuden kasvattaminen. Tämä tietenkin edellyttää osaltaan myös sijoittajan syvällistä ymmärrystä monimutkaisten rahoitusinstrumenttien toiminnasta.

Yksi sääntelyn pitkäaikaisimmista huolenaiheista on markkinoiden manipulointi. Varsinkin syöksykierteessä olevien arvopaperien lyhyeksi myyntiä on onneksi jo osattu rajoittaa. Kehittyvillä markkinoilla hedge-rahastojen toiminta voi ääriolosuhteissa kuitenkin olla mahdollisesti tuhoisaa.

## 2.5. Tulisiko hedge-rahastoja edes säädellä?

---

<sup>60</sup> Chan, N., Getmansky, M., Haas, S., & A. Lo, 2004, ks. edellä alaviite 23

<sup>61</sup> Kokkila, Aatu. 2015, ks. edellä alaviite 7

Usein kuulee kysyttävän tulisiko hedge-rahastojen toimintaan edes puuttua aggressiivisella sääntelyllä. Hedge-rahastot ovat usein verrattain pieniä, eikä niiden kaatuminen juurikaan vaikuta maailman talouden toimintaan. Sen sijaan systeeminen riski leviää muihin toimijoihin. Lisääntynyt sääntely Yhdysvalloissa sekä Euroopassa pohjautuu ajatukseen siitä, että hedge-rahastoilla oli osuutta viimeisimmän finanssikriisin tapahtumissa. Siitä vaikuttiko hedge-rahastojen toiminta tai toimimattomuus globaalien talouden horjuttamiseen ei olla edelleenkään päästy yksimielisyyteen. Vipuvaikutus on yksi suurimmista syistä hedge-rahastojen välittämään systeemiseen riskiin. Viimeisimmän finanssikriisin jälkeen monet rahastoista ovat kuitenkin vähentäneet tai jopa luopuneet kokonaan vipuvaikutuksen käytöstä. Ylärajat vipuvaikutukselle saattavat olla ääritilanteiden varalta hyvä asia, mutta ilman systeemisen riskin uhkaa tulisi miettiä suoran sääntelyn tehokkuutta. Sääntelyn puolesta puhuu osaltaan hedge-rahastojen käyttämien sijoitusstrategioiden etiikka; onko esimerkiksi lyhyeksi myynti eettisesti oikein? Onko oikein tehdä voittoa toisten tappion kustannuksella? Koska varsinkin lyhyeksi myynti saattaa kannustaa epäkohtien löytämiseen ja hyödyntämiseen markkinoilla, on tällaisia sijoitusstrategioita tai kaupankäynnin muotoja syytä tarkkailla ja säännellä markkinoiden manipuloinnin ehkäisemiseksi.

## 2.6. Kritiikki hedge-rahastoja kohtaan

Hedge-rahastoja on arvosteltu paljon varsinkin niiden monimutkaisen ja eksklusiivisen luonteen vuoksi. Hedge-rahastot kasvoivat varsinkin ennen Yhdysvaltojen asuntokuplaa hyvin nopeasti. Niiden toiminta on usein hyvin sidoksissa keskenään, joten on helppo nähdä hedge-rahastot suhteettoman isoina toimijoina rahoitusmarkkinoilla. Ei ole myöskään poikkeavaa nähdä hedge-rahastot vain varakkaan eliitin leikkikenttänä: sijoittajakunta on määritelty tarkasti ja pääomavaatimukset ovat korkeat. Vaikka säännöt on asetettu nimenomaan suojelemaan sektorin toimintaa, ei tämän kuva välttämättä peilaudu julkisuuteen. Sääntely on pyrkinyt viime aikoina parantamaan hedge-rahastojen läpinäkyvyyttä raportoinnin ja rekisteröimistöimien kautta. Tietoa jaetaan yhä enemmän sijoittajille ja viranomaisille. Toiminta nähdään silti hyvin sisänpäin kääntyneenä joka aiheuttaa osaltaan epäluottamusta sektoria ja laajemmin markkinoita kohtaan. Jotkut saattavat nähdä hedge-rahastojen luotonantostrategian jopa riistoon verrattavissa olevana toimintana, sillä tarkoitus on olla viimeinen keino markkinoilla rahan saannille. Riskiä karttavat saattavat nähdä hedge-rahastojen toiminnan jopa uhkapelaamiseen verrattavissa olevaan riskinottoon.

Tähän on osasyynä rahastojen kuten LCTM:n kokema kohtalo. Petokset eivät ole olleet menneisyydessä harvinainen ilmiö rahastojen managerien toiminnassa. Varsinkin Yhdysvalloissa SEC on julkaissut useita oikeudenkäyntejä koskien managerien petollista rahankäyttöä. Ongelmaa on yritetty ratkaista niin Yhdysvalloissa kuin Euroopassakin. AIFMD:n strategian voidaan olettaa menestyvän, sillä sääntely on pakottanut talletusten hallinnoinnin ja säilytyksen erottamisen toisistaan erillisen auktoriteetin alaisuuteen. Kritiikkiä on herättänyt myös hedge-rahastojen antama vääristynyt kuva siitä, kuinka vaivatonta markkinoilla on kasvattaa varallisuutta, sillä sijoitusstrategiat ja algoritmit ovat äärimmäisen salaista tietoa. Tämä voi osaltaan vaikuttaa sijoittajien päätökseen osallistua hedge-rahastojen toimintaan “helpon” rahanteon perässä. Hedge-rahastoja myös pelätään olevan riskitekijä markkinoiden tasapainolle ja lisäävän muun muassa tahallisesti markkinoiden volatilitteettia osaltaan vaikuttaen mahdollisten tulevien kriisien syntyyn. Osa hedge-rahastojen käyttämisestä sijoitusstrategioista voidaan nähdä hyvin kontroversiaaleina, kuten taktiikka ostaa valtaosuus yrityksen toiminnasta ennen tärkeää yhtiökokousta ja samalla myydä lyhyeksi yhtiön osakkeita kompensoimaan päätöksenteon mahdollisia negatiivisia markkinavaikutuksia. Tällaiseen epäeettiseen toimintaan on onneksi sääntelyn toimesta jo puututtu.

#### 4.0. Johtopäätökset

Varjopankkien toiminta on yhä laajalti osin varsin heikosti säädelty, eikä ongelma rajoitu vain Yhdysvaltoihin, joista koko sektorin olemassaolo on syntynyt, vaan myös Eurooppaan, vaikka viimeaikainen sääntely onkin pyrkinyt luomaan uusia rajanvetoja esimerkiksi taseen ulkopuolisen kaupankäynnin kitkemiseksi. Kaikesta tästä huolimatta hedge-rahastojen toimintaa on onnistuttu hallitsemaan tehokkaasti varsinkin Euroopassa. Yhdysvalloissa sääntelyllä on toistaiseksi keskitytty lähes yksinomaan lisäämään sektorilla toimivien yhtiöiden läpinäkyvyyttä ja pyritty petollisen toiminnan minimoimiseen. Tästä syntyy kuitenkin globaalisti yksi koko hedge-rahastoja koskevan lainsäädännön suurimmista epäkohdista; sääntely Euroopan ja Yhdysvaltojen välillä on poikkeuksellisen asymmetristä. Markkinoiden tehokkuuden vaalimiseksi sääntelyn tulisi jo keskipitkällä aikavälillä yhtenäistyä. Tämä tarkoittaisi todennäköisesti Yhdysvaltojen sääntelykentän kiristämistä, sillä Euroopan Unionin tavoitteet ovat osaltaan ristiriidassa jo käyttöön otetun AIFMD:n

purkamiseksi. Huomio on hyvä kiinnittää kuitenkin myös mahdolliseen sektoria rampauttavaan ylisääntelyyn, joka saattaa lähitulevaisuudessa tuottaa ongelmia hedge-rahastojen kilpailukyvyyn jatkuvuudelle.

Hedge-rahastoja kritisoitiin vahvasti osasyllisenä vuoden 2008 finanssikriisiin. Tästä ei kuitenkaan ole edelleenkään yksimielisiä todisteita, eikä ongelma lähtökohtaisesti ole järin yksiselitteinen, sillä monet rahoitussektorin toimijoista ovat olleet välillisesti syyllisiä finanssikriisin syntyyn ja eksistenssiin. Hedge-rahastojen yhteys systeemiseen riskiin on kuitenkin ymmärrettävä, ja on myös selvää, että systeeminen riski välittyy hedge-rahastojen kautta koko pankkisektorille. Niin kauan kuin rahoitusmarkkinoilla on osapuolten välistä vaihdantaa, on systeemisen riskin olemassaolo ainakin jollain tasolla huomioitava, ja näin myös systeemisen riskin monitorointiin ja hallitsemiseen on keskitettävä voimavaroja myös jatkossa. Tämä tarkoittaa kompromisseja sääntelyn tehokkuuden ja toimintavapauden välillä tehokkaasti toimivien markkinoiden takaamiseksi. On hyvä muistaa myös hedge-rahastoilla olevan oma osuutensa tehokkaiden markkinoiden toteutumisessa: ne lisäävät muun muassa likviditeettiä ja hintojen symmetriaa rahoitusmarkkinoilla, sekä toimivat luotonantajina siinä missä moni muukin taho.

Hedge-rahastoja koskeva suora sääntely on onnistunut tavoitteissaan vaihtelevasti, mutta AIFMD:n keino säännellä hedge-rahastojen managereita on ollut perusteltua ja toteutunut tehokkaasti. Yhdysvalloissa hedge-rahastojen toiminta on useaan otteeseen yhdistetty petoksiin ja väärinkäytöksiin koskien managerien toimintaa. Rahastojen rekisteripakko ja toimet läpinäkyvyyden parantamiseksi Yhdysvalloissa ovat olleet perusteltuja, mutta eurooppalaista lähestymistapaa on jatkossa suotuisaa käyttää esikuvana.

Koska uusia rahoitusinstrumentteja ja välineitä, niin kuin myös sijoitusstrategioita, kehitetään jatkuvasti lisää, on sääntelyn jatkossa kyettävä reagoimaan entistä joustavammin ja nopeammin. Sen sijaan että keskityttäisiin instituutioiden ja entiteettien sitomiseen yhä monimutkaisemmilla ja monikerroksisemmalla lainsäädännöllä, olisi hyvä kiinnittää huomio kaupankäynnin tuotteisiin, niiden piileviin riskeihin ja näiden riskien monitorointiin.