

I

(Резолюции, препоръки и становища)

ПРЕПОРЪКИ

ЕВРОПЕЙСКИ СЪВЕТ ЗА СИСТЕМЕН РИСК

ПРЕПОРЪКА НА ЕВРОПЕЙСКИЯ СЪВЕТ ЗА СИСТЕМЕН РИСК

от 7 декември 2017 година

относно ликвидни и ливъридж рискове в инвестиционни фондове

(ЕССР/2017/6)

(2018/С 151/01)

ГЕНЕРАЛНИЯТ СЪВЕТ НА ЕВРОПЕЙСКИЯ СЪВЕТ ЗА СИСТЕМЕН РИСК,

като взе предвид Договора за функционирането на Европейския съюз,

като взе предвид Регламент (ЕС) № 1092/2010 на Европейския парламент и на Съвета от 24 ноември 2010 г. за пруденциалния надзор върху финансовата система на Европейския съюз на макроравнище и за създаване на Европейски съвет за системен риск ⁽¹⁾, и по-специално член 3, параграф 2, букви б), г) и е) и членове 16—18 от него,

като взе предвид Решение ЕССР/2011/1 на Европейския съвет за системен риск от 20 януари 2011 г. за приемане на процедурен правилник на Европейския съвет за системен риск ⁽²⁾, и по-специално членове 18—20 от него,

като има предвид, че:

- (1) Секторът на инвестиционните фондове през последното десетилетие отбеляза силен растеж както в Съюза, така и на световно равнище, и поради това инвестиционните фондове понастоящем представляват по-значителен цялостен компонент на пазарите на ценни книжа. Ролята на инвестиционните фондове във финансовото посредничество се очаква да нараства допълнително в условията на ниски лихвени проценти и балансови ограничения в банковия сектор, съчетано с промени, породени от развитието на съюза на капиталовите пазари. Регулаторните органи приветстваха това развитие, тъй като диверсификацията на финансовите ресурси може да спомогне за повишаване на ефикасността, както и на устойчивостта на финансовата система като цяло.
- (2) Съществуват обаче опасения, че увеличеното финансово посредничество от инвестиционните фондове може да доведе до задълбочаването на бъдеща финансова криза. Несъответствията между ликвидността на активите на инвестиционни фондове от отворен тип и техните профили на обратно изкупуване може да доведе до панически продажби с оглед на удовлетворяването на искания за обратно изкупуване по време на сътресения на пазара. Такива панически продажби биха могли да засегнат неблагоприятно други участници на финансовите пазари, които притежават същите или тясно свързани активи. Освен това ливъриджът може да усилва въздействието на негативното развитие на пазара, тъй като създава експозиция, надхвърляща активите на инвестиционния фонд. В допълнение към тези канали за косвено разпространение на затрудненията, инвестиционният фонд може да разпространи риск чрез взаимосвързаност, например взаимосвързки с негови инвеститори, което е пряк канал, чрез който могат да се предават трусове на други финансови институции.
- (3) Инвестиционните фондове също така са чувствителни към промени в динамиката и структурата на пазара. Например в условията на нисък лихвен процент търсенето на доходност може да насърчи по-голям дял инвестиции в типично нисколиквидни активи. Съществува риск трусовете на макроравнище, като например обрат в рисковите премии, да доведат до повсеместни искания за обратно изкупуване от инвеститори на инвестиционни фондове. Това може да бъде особено изразено при инвестиционни фондове, които притежават голям дял типично нисколиквидни активи с висока степен на ливъридж в своите портфейли.

⁽¹⁾ ОВ L 331, 15.12.2010 г., стр. 1.

⁽²⁾ ОВ С 58, 24.2.2011 г., стр. 4.

- (4) В допълнение, освен ако този риск не се управлява по подходящ начин, някои инвеститори могат да се възползват от „предимството на първия“, т.е. инвеститорите, които изкупуват обратно преди или по време на ранните етапи на неблагоприятни пазарни условия, не поемат пълното въздействие на тези неблагоприятни пазарни условия, като оставят останалите инвеститори да поемат тежестта.
- (5) Настоящата законодателна рамка в Съюза включва мерки, предназначени да намалят усиливащото въздействие на сектора на инвестиционните фондове във финансова криза и да засилят устойчивостта на инвестиционните фондове. Законодателната рамка включва директиви 2009/65/ЕО⁽¹⁾ и 2011/61/ЕС на Европейския парламент и на Съвета⁽²⁾.
- (6) Директиви 2009/65/ЕОС и 2011/61/ЕС съдържат изисквания за управление на ликвидността. Алтернативните инвестиционни фондове (АИФ) са длъжни да имат политики по обратно изкупуване, които са съвместими с ликвидния профил на тяхната инвестиционна стратегия, и да провеждат стрес тестове периодично при обичайни и извънредни условия за ликвидност. Предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК) се подчиняват на подробни правила за допустимост, които уреждат видовете активи, в които е допустимо да инвестират, и трябва да провеждат стрес тестове, когато това е целесъобразно.
- (7) За справяне със системните рискове, свързани с ливъридж, директиви 2009/65/ЕО и 2011/61/ЕС понастоящем уреждат правно основание за ограничаване натрупването на ливъридж в инвестиционни фондове. Член 51, параграф 3 от Директива 2009/65/ЕО посочва ограничения за инвестиране по отношение на експозициите на ПКИПЦК, свързани с деривативни инструменти, а член 83, параграф 2, буква а) от същата директива предвижда горна граница от 10 % за заемните средства за временно ползване. Член 25, параграф 3 от Директива 2011/61/ЕС позволява на националните компетентни органи (НКО) да налагат ограничения на ливъриджа или други ограничения, свързани с управлението на АИФ. В допълнение член 25, параграф 7 от Директива 2011/61/ЕС предвижда роля за Европейския орган за ценни книжа и пазари (ЕОЦКП) при определянето дали ливъриджът, използван от дадено лице, управляващо алтернативен инвестиционен фонд (ЛУАИФ) или група от ЛУАИФ, поражда значителен риск за стабилността и целостта на финансовата система, при което ЕОЦКП може да отправи съвети до НКО, като посочи коригиращите мерки, които трябва да бъдат взети, включително ограниченията на нивото на ливъридж.
- (8) Последователното прилагане на високи стандарти по отношение на способността на лицата, управляващи фондове, да управляват рискове в Съюза е оправдано, за да се гарантира, че регулирането ще смекчи системния риск. Съществуват доказателства, че настоящата регулаторна рамка предвижда ефективно управление на риска от инвестиционни фондове на микропруденциално равнище. Ефикасността ѝ от макропруденциална гледна точка обаче до голяма степен не е изпитана. Целта на настоящата препоръка е справяне със системните рискове, свързани с ликвидни несъответствия, и използването на ливъридж в инвестиционните фондове. Това ще укрепи макропруденциалната рамка в Съюза, доколкото се прилага по отношение на сектора на управлението на активи.
- (9) Препоръка А е предназначена да отговори на рисковете, които могат да възникнат, когато лицата, управляващи фондове, не разполагат с подходящи инструменти за управление на ликвидността като такси за обратно изкупуване, ограничения (gates) на обратно изкупуване или възможност за временно спиране на обратното изкупуване. При отсъствието на такива инструменти натискът за обратно изкупуване във време на намаляващи цени на активите би могъл да причини системен ликвиден стрес и да задълбочи спада на цените на активите, което би могло да доведе до рискове за финансовата стабилност. Наличието на разнообразен набор от инструменти за управление на ликвидността във всички държави членки би повишило способността на лицата, управляващи фондове, да се справят с натиска за обратно изкупуване когато пазарната ликвидност попадне под стрес. В допълнение препоръка А призовава за допълнително поясняване на временното спиране на обратните изкупувания от НКО.
- (10) Препоръка Б е насочена към смекчаване и предотвратяване на прекомерни ликвидни несъответствия в АИФ от отворен тип. Някои АИФ от отворен тип държат голям дял от своите инвестиции в типично нисколиквидни активи. Това включва инвестиционни фондове, които инвестират в недвижими имоти, некотирани ценни книжа, заеми и други алтернативни активи. Необходимо е такива инвестиционни фондове да докажат своята способност пред НКО, по време на процедурата на одобрение и/или след одобрението, да поддържат своята инвестиционна стратегия при стресови пазарни условия.
- (11) Препоръка В е насочена към насърчаване на съгласувани практики по провеждане на стрес тестове за ликвидност на равнище инвестиционен фонд. Стрес тестовете са инструменти, които помагат на лицата, управляващи фондове, да идентифицират потенциални слабости на инвестиционната стратегия и съдействат за подготовката на инвестиционния фонд за криза. Ако се използва правилно като инструмент за управление на риска и за вземане

⁽¹⁾ Директива 2009/65/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 13 юли 2009 г. относно координирането на законовите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК) (ОВ L 302, 17.11.2009 г., стр. 32).

⁽²⁾ Директива 2011/61/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 8 юни 2011 г. относно лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове и за изменение на директиви 2003/41/ЕО и 2009/65/ЕО и на регламенти (ЕО) № 1060/2009 и (ЕС) № 1095/2010 (ОВ L 174, 1.7.2011 г., стр. 1).

на решения, стрес тестът следва да намали ликвидния риск на равнище инвестиционен фонд и да допринесе за намаляване на ликвидния риск на равнище финансова система. Насоките относно практиките по провеждане на стрес тестове за ликвидност на лицата, управляващи фондове, се очаква да намалят ликвидния риск на равнище инвестиционен фонд и на системно равнище, и засилва способността на субектите да управляват ликвидността в интерес на инвеститорите, включително избягването на изненади и последващи спешни действия по време на периоди на неочаквано високи нива на обратно изкупуване.

- (12) Препоръка Г е насочена към установяване на хармонизирана отчетна рамка за ПКИПЦК в Съюза. Въпреки че много юрисдикции в рамките на Съюза установяват отчетни задължения за ПКИПЦК, практиките на отчитане се различават в голяма степен от гледна точка на периодичността на отчитането, обхванатите ПКИПЦК и отчитаните данни. Липсата на хармонизирана отчетна рамка възпрепятства наблюдението и цялостната оценка на потенциалния принос на ПКИПЦК към рисковете за финансовата стабилност. Хармонизираната отчетна рамка за ПКИПЦК също така ще намали съществуващата неефективност при отчитането както за НКО, така и за сектора.
- (13) Препоръка Д е насочена към улесняване на прилагането на член 25 от Директива 2011/61/ЕС, който предвижда макропруденциален инструмент за ограничаване на ливъриджа в АИФ. Необходимо е да се разясни използването на този инструмент чрез разработване на общ подход, за да се гарантира, че НКО са в състояние да използват инструмента по хармонизиран начин. Поради това следва да бъдат разработени насоки относно рамка за оценка на ливъридж рисковете и относно разработването, калибрирането и прилагането на ограничения на ливъриджа.
- (14) Настоящата препоръка се застъпва за пропорционална рамка за управление на системните рискове, които могат да възникнат или да бъдат разпространени от сектора на инвестиционните фондове, като същевременно се поддържат основните характеристики на обратното изкупуване, които привличат инвеститори към инвестиционни фондове от отворен тип и улесняват колективното инвестиране.
- (15) Настоящата препоръка отчита текущите международни и европейски инициативи относно макропруденциалните политики за смекчаване на рисковете от ликвидни несъответствия и ливъридж в инвестиционните фондове, и по-специално работата на Съвета за финансова стабилност (СФС) и Международната организация на комисиите по ценни книжа (МОКЦК). На 12 януари 2017 г., СФС публикува препоръки за преодоляване на структурни слабости от дейности по управление на активи, породени от ликвидни несъответствия и използването на ливъридж в инвестиционните фондове⁽¹⁾. За да се допълни работата на СФС, на МОКЦК бе възложена задачата да изпълни препоръките на СФС. Този процес тече понастоящем.
- (16) За да се приложат макропруденциалните елементи на настоящата регулаторна рамка за инвестиционните фондове и да се гарантира, че НКО действат последователно, настоящата препоръка е адресирана частично до ЕОЦКП във връзка с неговата роля по улесняване и координиране.
- (17) За справяне с други рискове, породени от инвестиционни фондове, се препоръчва Европейската комисия да предложи допълнителни законодателни мерки. Признава се, че Комисията вече е включила прегледи на законодателство в тази област в своя дневен ред. Това ще предостави възможност за разрешаване на макропруденциалните въпроси, посочени в препоръките.
- (18) Препоръките на Европейския съвет за системен риск (ЕССР) се публикуват, след като Генералният съвет информира Съвета на Европейския съюз за намерението си да направи това и му предостави възможност да реагира,

ПРИЕ НАСТОЯЩАТА ПРЕПОРЪКА:

РАЗДЕЛ 1

ПРЕПОРЪКИ

Препоръка А — Инструменти за управление на ликвидността за обратно изкупуване

1. На Комисията се препоръчва да предложи законодателството на Съюза да включва обща правна рамка на Съюза, уреждаща включването на допълнителни инструменти за управление на ликвидността (д-ИУЛ) при проектирането на инвестиционни фондове с произход навсякъде в Съюза, така че решението за д-ИУЛ, които да се включат в учредителните документи или в друга предоговорна информация относно инвестиционните фондове, се взема самостоятелно от всяко организация, отговорна за управлението.

⁽¹⁾ Съвет за финансова стабилност, Препоръки за политики за преодоляване на структурни слабости от дейности по управление на активи [Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities], януари 2017 г.

2. На Комисията се препоръчва да предложи законодателството на Съюза да включва допълнителни разпоредби, посочващи ролята на НКО при използване на техните правомощия за временно спиране на обратното изкупуване в ситуации, при които съществуват трансгранични последици за финансовата стабилност.
3. На Комисията се препоръчва да предложи законодателството на Съюза да установява ролята на ЕОЦКП по общо улесняване, консултиране и координиране във връзка с правомощията на НКО за временно спиране на обратното изкупуване в ситуации, при които съществуват трансгранични последици за финансовата стабилност, в съответствие с препоръка А, параграф 2.

Препоръка Б — Допълнителни разпоредби за намаляване на вероятността от прекомерни ликвидни несъответствия

На Комисията се препоръчва да предложи законодателството на Съюза да включва мерки за ограничаване на степента, в която използването на трансформиране на ликвидност в АИФ от отворен тип би могло да допринесе за натрупването на системен риск или риск от нестабилност на пазарите.

Препоръка В — Провеждане на стрес тестове

За да се насърчи сближаването на надзорните практики, на ЕОЦКП се препоръчва да разработи насоки относно практиката, която трябва да се следва от управляващите за провеждане на стрес тестове на ликвидния риск за отделни АИФ и ПКИПЦК.

Препоръка Г — Отчитане на ПКИПЦК

1. На Комисията се препоръчва да предложи законодателството на Съюза да изисква ПКИПЦК и управляващите дружества на ПКИПЦК редовно да отчитат данни, особено по отношение на ликвидния риск и ливъриджа, на компетентния орган и да предоставят тези данни на съответния НКО, ако той не е компетентният орган за целите на отчитане на ПКИПЦК.
2. На Комисията се препоръчва да предложи данните, посочени в препоръка Г, параграф 1), да бъдат отчитани в рамка за отчетност най-малко на тримесечие от достатъчно релевантна, от гледна точка на финансовата стабилност, част от всички ПКИПЦК и управляващи дружества на ПКИПЦК. Като минимум следва да се отчети достатъчна подгрупа от набора данни ежегодно от представителна част от всички ПКИПЦК и управляващи дружества на ПКИПЦК.
3. На Комисията се препоръчва да предложи НКО да предоставят данните, посочени в препоръка Г, параграф 1, на разположение на НКО на други съответни държави членки, ЕОЦКП и ЕССР.

Препоръка Д — Насоки относно член 25 от Директива 2011/61/ЕС

1. На ЕОЦКП се препоръчва да предоставя насоки относно рамката, за да се оцени степента, до която използването на ливъридж в сектора на АИФ допринася за натрупването на системен риск във финансовата система.
2. На ЕОЦКП се препоръчва да предоставя насоки относно разработването, калибрирането и прилагането на макропруденциални ограничения на ливъриджа.
3. На ЕОЦКП се препоръчва да предоставя насоки относно това, как НКО следва да уведомяват ЕОЦКП, ЕССР и другите НКО относно тяхното намерение да прилагат макропруденциални мерки съгласно член 25, параграф 3 от Директива 2011/61/ЕС.
4. На ЕОЦКП се препоръчва да използва информацията, получена от НКО съгласно член 25, параграф 3 от Директива 2011/61/ЕС, за да оценява и споделя знания с националните макропруденциални органи и ЕССР относно практики по използването на ограничения на ливъриджа и налагането на други ограничения върху управлението на АИФ.

РАЗДЕЛ 2

ИЗПЪЛНЕНИЕ

1. Определения

1. За целите на настоящата препоръка се прилагат следните определения:

- а) „допълнителни инструменти за управление на ликвидността“ (д-ИУЛ) са инструменти, които подпомагат АИФ от отворен тип и ПКИПЦК, както и техни управляващи лица, да управляват искания за обратно изкупуване по подходящ и ефективен начин по всяко време и особено при стресови пазарни условия. Тези инструменти следва да включват последващи мерки, като например: временни спирания на обратни изкупувания или отложени обратни изкупувания (ограничения на обратно изкупуване (gates)/подлежащи на удължаване предизвестия) и превантивни мерки, като например разпределяне на разходите за търговията на записващи/обратно изкупуващи инвеститори (ценова люлка (swing pricing)/такси срещу понижаване на стойността (anti-dilution levies));

- б) „алтернативни инвестиционни фондове“ (АИФ) са колективни инвестиционни предприятия съгласно определеното в член 4, параграф 1, буква а) от Директива 2011/61/ЕС;
 - в) „лица, управляващи алтернативни инвестиционни фондове“ (ЛУАИФ) има същото значение както е определено в член 4, параграф 1, буква б), при спазване на изключенията, установени в член 2, параграф 3 и изключенията, установени в член 3 от Директива 2011/61/ЕС;
 - г) „ЛУАИФ на АИФ от отворен тип“ са тези, които попадат в категорията, определена в член 1, параграф 2 от Делегиран регламент (ЕС) № 694/2014 на Комисията ⁽¹⁾;
 - д) „организация, отговорна за управлението“ означава: i) управляващо дружество съгласно определеното в член 2, параграф 1, буква б) от Директива 2009/65/ЕО; ii) ПКИПЦК, конституирано като инвестиционно дружество, което не е посочило управляващо дружество съгласно предвиденото в Директива 2009/65/ЕО; iii) ЛУАИФ съгласно посоченото в член 4, параграф 1, буква б) от Директива 2011/61/ЕС; и iv) АИФ с вътрешно управление, конституиран като инвестиционно дружество, което не е назначило ЛУАИФ, посочено в член 5, параграф 1, буква б) от Директива 2011/61/ЕС;
 - е) „ливъридж“ означава всеки метод, при който инвестиционният фонд увеличава експозицията си над активите на фонда независимо дали посредством заемане на парични средства или ценни книжа или чрез ливъридж, включен в деривативни позиции, или по друг начин;
 - ж) „национален компетентен орган“ (НКО) е компетентният орган съгласно определеното в член 2, параграф 1, буква з) от Директива 2009/65/ЕО или в член 4, параграф 1, буква е) от Директива 2011/61/ЕС в зависимост от случая;
 - з) „системен риск“ има същото значение, както в член 2, буква в) от Регламент (ЕС) № 1092/2010;
 - и) „предприятие за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа“ (ПКИПЦК) означава предприятие съгласно определеното в член 1, параграф 2 от Директива 2009/65/ЕО, което е получило разрешение в съответствие с член 5 от посочената директива;
 - й) „управляващо дружество на ПКИПЦК“ има същото значение, както в член 2, параграф 1, буква б) от Директива 2009/65/ЕС.
2. Приложения I и II представляват неразделна част от настоящата препоръка. В случай на противоречие между основния текст и приложенията основният текст има предимство.

2. Критерии за изпълнение

1. По отношение на изпълнението на настоящата препоръка се прилагат следните критерии:
- а) препоръката обхваща АИФ, ЛУАИФ, ПКИПЦК и управляващи дружества на ПКИПЦК;
 - б) следва да се избягва регулаторен арбитраж;
 - в) следва да се обърне дължимото внимание на принципа на пропорционалност, като се взема предвид целта и съдържанието на всяка препоръка;
 - г) критериите за изпълнение, посочени в приложение I.
2. От адресатите се изисква да докладват на ЕССР и на Съвета за действията, предприети в отговор на настоящата препоръка, или да предоставят подходяща обосновка в случай на бездействие. Докладите следва да съдържат като минимум:
- а) информация относно същността и срока на предприетите действия, включително действията, предприети спрямо европейските надзорни органи, когато е приложимо;
 - б) оценка на изпълнението на предприетите действия в контекста на целите на настоящата препоръка;
 - в) подробна обосновка за случаите на бездействие или отклонение от настоящата препоръка, включително забавянията.

3. Срок за последващи действия

От адресатите се изисква да докладват на ЕССР и на Съвета за действията, предприети в отговор на настоящата препоръка, или да предоставят подходяща обосновка в случай на бездействие, в посочените по-долу срокове:

1. Препоръка А

До 31 декември 2020 г. от Комисията се изисква да предостави на ЕССР и на Съвета доклад относно изпълнението на препоръка А, параграфи 1—3.

⁽¹⁾ Делегиран регламент (ЕС) № 694/2014 на Комисията от 17 декември 2013 г. за допълване на Директива 2011/61/ЕС на Европейския парламент и на Съвета по отношение на регулаторните технически стандарти за определяне на категориите лица, управляващи алтернативни инвестиционни фондове (ОВ L 183, 24.6.2014 г., стр. 18).

2. Препоръка Б

До 31 декември 2020 г. от Комисията се изисква да предостави на ЕССР и на Съвета доклад за изпълнението на препоръка Б.

3. Препоръка В

До 30 юни 2019 г. от ЕОЦКП се изисква да предостави на ЕССР и на Съвета насоките, посочени в препоръка Б.

4. Препоръка Г

До 31 декември 2020 г. от Комисията се изисква да предостави на ЕССР и на Съвета доклад относно изпълнението на препоръка Г, параграфи 1—3.

5. Препоръка Д

а) До 30 юни 2019 г. от ЕОЦКП се изисква да предостави на ЕССР и на Съвета насоките, посочени в препоръка Д, параграфи 1—3.

б) Считано от 31 декември 2019 г. от ЕОЦКП се изисква да предоставя на националните макропруденциални органи и на ЕССР най-малко веднъж годишно информацията, посочена в препоръка Д, параграф 4.

4. Наблюдение и оценка

1. Секретариатът на ЕССР:

- а) подпомага адресатите, като осигурява координацията на процеса на докладване и предоставянето на съответните образци, и когато е необходимо, определя процедурата и срока за последващи действия;
- б) проверява последващите действия на адресатите, подпомага ги при поискване от тяхна страна и представя докладите за последващите действия на Генералния съвет посредством Управителния комитет.

2. Генералният съвет извършва оценка на действията и обосновките, представени от адресатите в докладите им, и ако е уместно, може да реши, че настоящата препоръка не е спазена и че адресатът не е предоставил подходяща обосновка за бездействието си.

Съставено във Франкфурт на Майн на 7 декември 2017 година.

*Ръководител на секретариата на ЕССР от името на
Генералния съвет на ЕССР*

Francesco MAZZAFERRO

ПРИЛОЖЕНИЕ I

КРИТЕРИИ ЗА ИЗПЪЛНЕНИЕ НА ПРЕПОРЪКИТЕ

Препоръка А

За **препоръка А** се определят следните критерии за съответствие:

А(1) — Наличие на допълнителни инструменти за управление на ликвидността

Законодателството на Съюза следва да допуска широк обхват допълнителни инструменти за управление на ликвидността (д-ИУЛ), които да са на разположение на законно основание на равнището на Съюза, като същевременно признава, че лицата, управляващи активи, следва да носят главната отговорност за активиране и прилагане на д-ИУЛ и че някои от инструментите няма да бъдат подходящи или необходими за всички фондове от отворен тип. Д-ИУЛ следва да подпомагат алтернативните инвестиционни фондове (АИФ) от отворен тип и предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК), както и техни управляващи лица, да управляват искания за обратно изкупуване по подходящ и ефективен начин по всяко време и особено при стресови пазарни условия.

Предложените от Комисията промени в съответното законодателство на Съюза следва да включват задължения за:

- а) лица, управляващи алтернативни инвестиционни фондове (ЛУАИФ) на АИФ от отворен тип и управляващи дружества на ПКИПЦК да оценяват всички налични д-ИУЛ, и по-специално да оценяват кои от тях са подходящи за инвестиционните стратегии на фондовете, които управляват, и следва да бъдат включени в техните учредителни документи или в друга предоговорна информация, за да се упражняват както при нормални, така и при стресови пазарни условия, като се предоставя на инвеститорите прозрачност относно тези инструменти в достатъчна степен;
- б) ЛУАИФ на АИФ от отворен тип и управляващи дружества на ПКИПЦК да включват като минимум правомощието да спират временно обратното изкупуване особено при стресови пазарни условия в учредителните документи или в друга предоговорна информация на фонда, който управляват;
- в) ЛУАИФ на АИФ от отворен тип и управляващи дружества на ПКИПЦК да гарантират, че необходимите оперативен капацитет и планиране на действия при непредвидени ситуации са налице за своевременното активиране на д-ИУЛ, които могат да използват;
- г) ЛУАИФ на АИФ от отворен тип и управляващи дружества на ПКИПЦК да докладват пред националните компетентни органи (НКО) относно прилагането и използването на д-ИУЛ при стресови пазарни условия;
- д) Европейският орган за ценни книжа и пазари (ЕОЦКП), след като вземе предвид становището на Европейския съвет за системен риск (ЕССР) по отношение на макропруденциални въпроси, да разработи насоки относно:
 - i. определения и характеристики на д-ИУЛ;
 - ii. критериите за оценка на пригодността съгласно пункт А(1), буква а);
 - iii. изискванията за прозрачност за д-ИУЛ, установени съгласно пункт А(1), буква а);
 - iv. принципи на високо равнище за това, как следва да се прилагат д-ИУЛ в процеса на управление на ликвидността на фонда;
 - v. как да се оценяват и как да се подхожда към потенциалните нежелани последици при използване на д-ИУЛ;
 - vi. изискването за докладване пред НКО съгласно пункт А(1), буква г); и
 - vii. нивото на прозрачност по отношение на инвеститорите, когато се активират д-ИУЛ и по време на тяхното използване.

Насоките следва да отчитат необходимото планиране на действия при непредвидени ситуации, което следва да се прилага предварително, както се изисква съгласно пункт А(1), буква в), за да се осигури своевременното и ефективно активиране на д-ИУЛ.

А(2) — Допълнителни разпоредби относно временното спиране на обратните изкупувания от НКО с трансгранични последици за финансовата стабилност

Предложените от Комисията промени в законодателството на Съюза следва да включват:

- а) разясняване на съответните функции на НКО и на сътрудничеството между тях по отношение на временното спиране на обратните изкупувания за целите на трансграничната финансова стабилност, когато АИФ или ПКИПЦК се установява в една държава членка, но има ЛУАИФ или управляващо дружество на ПКИПЦК, установени в друга държава членка, т.е. трансгранични последици;

- б) задължение за НКО, когато упражняват правомощията за пряко временно спиране на обратните изкупувания за целите на трансграничната финансова стабилност, да уведомяват другите релевантни НКО, ЕОЦКП и ЕССР преди упражняването на тези правомощия.

А(3) — Допълнителни разпоредби относно ролята на ЕОЦКП по отношение на временното спиране на обратните изкупувания от НКО с трансгранични последици за финансовата стабилност

Предложените от Комисията промени в законодателството на Съюза следва да включват задължение за ЕОЦКП да гарантира, че изпълнява роля по общо улесняване, консултиране и координиране във връзка с правомощията на НКО за временно спиране на обратното изкупуване в ситуации, при които съществуват трансгранични последици за финансовата стабилност.

Препоръка Б

За **препоръка Б** се определят следните критерии за съответствие:

Предложените от Комисията промени в съответното законодателство на Съюза следва да включват:

- а) предоставяне на правомощия на ЕОЦКП да изготвя и актуализира списък с типично нисколиквидни активи въз основа на свой собствен анализ, вземайки предвид становищата на ЕССР по отношение на макропруденциални въпроси и становищата на Европейския банков орган и Европейския орган за застраховане и професионално пенсионно осигуряване по отношение на въпроси в областта на междусекторната последователност. При съставянето на този списък ЕОЦКП следва да взема предвид като минимум недвижимото имущество, некотираните ценни книжа, заемите и другите алтернативни активи, които се явяват типично нисколиквидни. Анализът следва да отчита *inter alia* времето, което е необходимо за ликвидация на тези активи при стресови пазарни условия;
- б) изискване за ЛУАИФ на АИФ от отворен тип, чиято цел е да инвестират в значителна степен в активи, включени в списъка на типично нисколиквидни активи съгласно пункт Б, буква а), да докажат пред НКО своята способност да поддържат инвестиционната си стратегия при предвидими пазарни условия. Оценката следва да включва *inter alia* адаптирани политики за обратно изкупуване, прилагане на д-ИУЛ и/или вътрешни ограничения на активи, включени в списъка на типично нисколиквидни активи съгласно пункт Б, буква а). Тези вътрешни ограничения, ако бъдат използвани, следва да бъдат разкрити пред НКО при създаването на съответните фондове и докладвани след това, когато бъдат променени. Разкриването пред инвеститори също следва да бъде извършвано въз основа на насоките, които ще бъдат разработени от ЕОЦКП;
- в) преценката за налагане на преходни разпоредби за ЛУАИФ на АИФ от отворен тип, посочващи срока, допустим за спазване на законодателството, когато активите са добавени към списъка на типично нисколиквидни активи съгласно пункт Б, буква а) и когато са нарушени вътрешни ограничения, когато това е целесъобразно, за да се избегнат нежелани вредни последици.

Препоръка В

За **препоръка В** се определят следните критерии за съответствие:

Насоките, издадени относно провеждане на стрес тестове за ликвидност от ЕОЦКП, следва да включват, без да се ограничават до:

- а) разработването на сценарии за провеждане на стрес тестове за ликвидност;
- б) политика за стрес тестове за ликвидност, включително вътрешно използване на резултатите от стрес тестове за ликвидност;
- в) съображения за активите и пасивите на баланса на инвестиционните фондове; и
- г) сроковете и периодичността за отделните фондове да провеждат стрес тестове за ликвидност.

Тези насоки следва да се основават на изискванията за провеждане на стрес тестове, установени в Директива 2011/61/ЕС и на това, как участниците на пазара провеждат стрес тестове.

Препоръка Г

За **препоръка Г** се определят следните критерии за съответствие:

Г(1) — Отчетни задължения за ПКИПЦК и управляващи дружества на ПКИПЦК

Предложените от Комисията промени в съответното законодателство на Съюза следва да включват отчетни задължения, които обхващат специфични за управляващото лице и за фонда данни, като същевременно отразяват спецификите на ПКИПЦК. Отчитаните данни следва да позволяват наблюдение в достатъчна степен на потенциални слабости, които могат да допринасят за системен риск, и следва да обхващат като минимум:

- а) стойността на управляваните активи за всички ПКИПЦК, управлявани от управляващо дружество;
- б) търгувани инструменти и индивидуални експозиции;

- в) инвестиционна стратегия;
- г) обща експозиция/ливъридж;
- д) провеждане на стрес тестове;
- е) техники за ефективно управление на портфейла;
- ж) риск от контрагента/обезпечение;
- з) ликвиден риск;
- и) кредитен риск; и
- й) търгувани обеми.

Комисията следва да предложи, когато е подходящо, хармонизация на всички изисквания за отчетност на инвестиционните фондове и управляващите ги лица, особено между препоръчаното отчитане на ПКИПЦК и мерките, които вече се прилагат за отчитане съгласно Директива 2011/61/ЕС. В тази връзка Комисията следва също така да взема предвид и изискванията за отчетност съгласно Регламент (ЕС) 2017/1131 на Европейския парламент и на Съвета⁽¹⁾. Тази хармонизация следва да позволява използването на съществуващите платформи за отчитане, да постига ефекти на взаимодействие и да избягва неоправдано обременяване на лицата, управляващи активи.

Промените на Комисията в законодателството на Съюза следва освен това да включват разпоредба, постановяваща, че ако НКО на управляващо лице на ПКИПЦК е различен от НКО на самото ПКИПЦК, управляващото лице на ПКИПЦК трябва при поискване също да предоставя отчитаната информация на НКО на ПКИПЦК.

Г(2) — Периодичност и обхват на отчетните задължения за ПКИПЦК и за управляващи дружества на ПКИПЦК

Предложените от Комисията промени в законодателството на Съюза следва да включват следните изисквания:

- а) данните, посочени в препоръка Г, параграф 1, се отчитат най-малко на тримесечна база, за да се осигури ефективното наблюдение на рисковете за финансовата стабилност, като същевременно се адресират пропорционалните аспекти по отношение на лицата, които са задължени да отчитат информация;
- б) общите активи под управлението на управляващото дружество и активите под управлението на отделни фондове на ПКИПЦК следва да бъдат вземани предвид при определяне на обхвата за отчитане, като по този начин се гарантира, че отчитането ще обхваща достатъчна част от сектора, за да се отговори на рисковете за финансовата стабилност.

Г(3) — Хармонизирано отчитане и обмен на информация

Предложените от Комисията промени в законодателството на Съюза следва да включват задължение за информацията, посочена в препоръка Г, параграф 1, да бъде предоставяна на разположение на НКО на други съответни държави членки, ЕОЦКП и ЕССР, за да се гарантира хармонизацията на отчитането на данни на ПКИПЦК с практиките за обмен на данни съгласно Директива 2011/61/ЕС. В този контекст Комисията следва също така да вземе предвид изискванията за отчетност съгласно Регламент (ЕС) 2017/1131.

Препоръка Д

За **препоръка Д** се определят следните критерии за съответствие:

Д(1) — Оценка на системния риск, свързан с ливъридж

Насоките, издадени от ЕОЦКП, следва да включват:

- а) общ минимален набор от показатели, които следва да се вземат предвид от НКО при тяхната оценка;
- б) указания за преценка на показателите, посочени в пункт Д(1), буква а), въз основа на отчитане на данни съгласно член 24 от Директива 2011/61/ЕС; и
- в) качествени и, където е възможно, количествени описания на тълкуването на показателите в контекста на рамката за оценка.

⁽¹⁾ Регламент (ЕС) № 2017/1131 на Европейския парламент и на Съвета от 14 юни 2017 г. относно фондовете на паричния пазар (ОВ L 169, 30.6.2017 г., стр. 8).

Общият набор показатели, посочен в пункт Д(1), буква а), следва:

- (1) да улеснява оценката на нивото, източника и различните приложения на ливъридж;
- (2) да улеснява оценката на основните канали, чрез които може да се материализира системен риск, т.е. панически продажби, пряк ефект на пренасяне по отношение на финансови институции и прекъсване на кредитно посредничество; и
- (3) да бъде функционален и достатъчен за НКО да информират ЕОЦКП във връзка с отправяните от него съвети съгласно член 25, параграф 6 от Директива 2011/61/ЕС и принципите, установени в член 112 от Делегиран регламент (ЕС) № 231/2013 на Комисията ⁽¹⁾, независимо дали са изпълнени условията за налагане на ограничения върху ливъриджа или други ограничения върху управлението на АИФ.

Д(2) — Макропруденциални ограничения на ливъриджа

Насоките, издадени от ЕОЦКП, следва да включват:

- а) описание на различните видове ограничения на ливъриджа, включително оценка на тяхната ефективност и ефикасност при смекчаване на прекомерния ливъридж;
- б) набор от принципи, които следва да се вземат предвид от НКО, когато калибрира ограничения на ливъриджа. Като минимум тези принципи следва да включват всички елементи, посочени по-долу: i) изявление, което предвижда ограниченията на ливъриджа да се основават на мерките на ливъридж, установени в Директива 2011/61/ЕС, ii) критерии за прилагане на ограниченията на ливъридж, и iii) принципи относно периодичния преглед на ограниченията на ливъриджа;
- в) набор от принципи, които следва да се вземат предвид от НКО, когато разглежда налагането на ограничения на ливъриджа, обхващащи като минимум всички елементи, посочени по-долу: i) принципи за балансиран подход между установяването на ограничения, основано на правила и установяването на ограничения при условията на оперативна самостоятелност; ii) принципи, отнасящи се до взаимодействието с други мерки на политики; iii) принципи за координация между органите на Съюза.

Д(3) — Процедура за уведомяване

Насоките, издадени от ЕОЦКП, следва да позволяват НКО да уведомяват ЕОЦКП, ЕССР и други съответни НКО. По-специално тези насоки следва да включват, без да се ограничават до, ефикасна работна процедура и образци за уведомителни писма и изисквания за отчетност по отношение на оценката на НКО на необходимостта за прилагане на макропруденциални мерки съгласно член 25, параграф 3 от Директива 2011/61/ЕС.

Д(4) — Сравнителни анализи

ЕОЦКП следва да споделя ежегодно с националните макропруденциални органи и ЕССР:

- а) резултатите, ако има такива, от провежданите от него сравнителни анализи;
- б) практиките, ако има такива, във връзка с използването на ограничения на ливъриджа и налагането на други ограничения върху управлението на АИФ, използвайки информацията, получена от НКО съгласно член 25, параграф 3 от Директива 2011/61/ЕС.

⁽¹⁾ Делегиран регламент (ЕС) № 231/2013 на Комисията от 19 декември 2012 г. за допълване на Директива 2011/61/ЕС на Европейския парламент и на Съвета по отношение на освобождаванията, общите условия във връзка с дейността, депозитарите, ливъриджа, прозрачността и назора (ОВ L 83, 22.3.2013 г., стр. 1).

ПРИЛОЖЕНИЕ II

ИКОНОМИЧЕСКА ОБОСНОВКА И ОЦЕНКА

СЪДЪРЖАНИЕ

	Страница
Списък на съкращенията	12
I. Въведение	13
II. Препоръка на ЕССР относно ликвидни и ливъридж рискове в инвестиционни фондове	17
II.1 Препоръка А – Инструменти за управление на ликвидността за обратно изкупуване	17
II.1.1 Икономическа обосновка и очаквани резултати	17
Препоръка А(1) – Наличие на допълнителни инструменти за управление на ликвидността	17
Препоръки А(2) и А(3) – Допълнителни разпоредби относно НКО и ролята на ЕОЦКП по отношение на временното спиране на обратното изкупуване от страна на НКО, когато съществуват трансгранични последици за финансовата стабилност	21
II.1.2 Странични ефекти	22
II.2 Препоръка Б – Допълнителни разпоредби за намаляване на вероятността от прекомерни ликвидни несъответствия	22
II.2.1 Икономическа обосновка и очаквани резултати	22
II.2.2 Странични ефекти	30
II.3 Препоръка В – Провеждане на стрес тестове	31
II.3.1 Икономическа обосновка и очаквани резултати	31
II.3.2 Странични ефекти	34
II.4 Препоръка Г – Отчитане на ПКИПЦК	35
II.4.1 Икономическа обосновка и очаквани резултати	35
Препоръка Г(1) – Отчетни задължения за ПКИПЦК и управляващи дружества на ПКИПЦК	35
Препоръка Г(2) – Периодичност и обхват на отчетните задължения за ПКИПЦК и за управляващи дружества на ПКИПЦК	38
Препоръка Г(3) – Хармонизирано отчитане и обмен на информация	39
II.4.2 Странични ефекти	39
II.5 Препоръка Д – Насоки относно член 25 от Директива 2011/61/ЕС	40
II.5.1 Икономическа обосновка и очаквани резултати	40
Препоръка Д(1) – Оценка на системния риск, свързан с ливъридж	40
Препоръка Д(2) – Макропруденциални ограничения на ливъриджа	45
Препоръка Д(3) – Процедура за уведомяване	48
Препоръка Д(4) – Сравнителни анализи	48
II.5.2 Странични ефекти	48
Библиография	49
Допълнение	52

Списък на съкращенията

АИУЛ	антицикличен инструмент за управление на ликвидността
АИФ	алтернативен инвестиционен фонд
д-ИУЛ	допълнителни инструменти за управление на ликвидността
ЕБО	Европейски банков орган
ЕИП	Европейско икономическо пространство
ЕОЦКП	Европейски орган за ценни книжа и пазари
ЕС	Европейски съюз
ЕССР	Европейски съвет за системен риск
ЕСЦБ	Европейска система на централните банки
ЕФДИ	Европейски фондове за дългосрочни инвестиции
ЕЦБ	Европейска централна банка
КЕРЦК	Комитет на европейските регулатори на ценни книжа
КИС	колективна инвестиционна схема
ЛУАИФ	лице, управляващо алтернативен инвестиционен фонд
МОКЦК	Международна организация на комисиите за ценни книжа
НКО	национален компетентен орган
ПКИПЦК	предприятия за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа
СФС	Съвет за финансова стабилност
ТНИ	търговски недвижим имот
УА	управлявани активи
ЦЦК	централен депозитар на ценни книжа
ЦСС	цена по справедлива стойност
ТСИ	технически стандарти за изпълнение
ФПП	фонд на паричния пазар
NAV	нетна стойност на актив
РТС	регулаторни технически стандарти
SEC	Комисия по ценните книжа и борсите
VaR	стойност под риск

Настоящото приложение представя информация, на която се основават препоръките на ЕССР, с цел да бъде подпомогнато прилагането им в ЕС. По-специално, всяка препоръка е разглеждана подробно и са изложени икономическите обосновки и оценките, придружаващи всяка от тях, включително потенциални очаквани последици и странични ефекти и потенциално въздействие върху пазарите. За целите на анализа са използвани многобройни научни доклади и документи за политики, национални разпоредби и резултати от проучвания на ЕОЦКП, ЕССР и МОКЦК (например за наличието и използването на инструменти за управление на ликвидността, за използването на ливъридж от фондовете съгласно Директива 2009/65/ЕО на Европейския парламент и на Съвета⁽¹⁾ и Директива 2011/61/ЕС на Европейския парламент и на Съвета⁽²⁾), както и за практиките на лицата, управляващи фондове, по отношение на провеждането на стрес тестове).

I. Въведение

Структурни съображения

През последните години секторът на инвестиционните фондове в Съюза се разрасна значително. От 2008 г. насам съвкупните нетни активи на инвестиционните фондове в ЕС нараснаха повече от двойно – от 6,2 трлн. евро до 15,3 трлн. евро през третото тримесечие на 2017 г.⁽³⁾ Освен това следва да се отбележи, че през същия период европейските алтернативни инвестиционни фондове (АИФ) са се разраснали повече от тройно – от 1,6 трлн. евро до 5,8 трлн. евро.⁽⁴⁾ Тъй като секторът на инвестиционните фондове придобива нарастващ дял във финансовия пазар като цяло, все по-актуално става управлението на системния риск в него.

При инвестиционните фондове се наблюдава особено сложен диапазон от потенциални реакции при сътресения на пазара. Инвестиционните фондове са само един от редица основни видове инвеститори на финансовите пазари – други такива са банките, застрахователните дружества, пенсионните фондове, непрофесионалните инвеститори, семейните съдружия, суверенните фондове и разнообразни посредници. Всеки от тях има свои особености на поведението. Една от характерните особености на инвестиционните фондове е, че те набират средства от най-разнообразни крайни инвеститори и насочват тези инвестиции в пазарите посредством структура за колективно инвестиране. Това тяхно свойство, в съчетание с факта, че повечето инвестиционни фондове са от отворен тип (т.е. крайните инвеститори могат да изтеглят инвестициите си от фонда преди падежа на базовите активи), означава, че при сътресения на пазара при инвестиционните фондове се наблюдава особено сложен диапазон от потенциални реакции. Осезаема възможност е при сътресение на пазара, водещо до искания за обратно изкупуване от страна на инвеститорите, инвестиционен фонд или негово подразделение да продаде значителен обем активи в условия на спадащ пазар, влошавайки по този начин сътресението и засилвайки финансовата нестабилност.

При наличието на сътресения на пазара инвестиционните фондове са склонни да запазват инвестиционната си стратегия. С изключение на някои АИФ инвестиционните фондове по принцип се характеризират с ниско равнище на ливъридж.⁽⁵⁾ В този случай фондове, които не са подложени на натиск за обратно изкупуване, по-скоро запазват активите си и е възможно дори опортюнистично да се опитат да придобият активи при спадане на цените, оказвайки по този начин антициклично въздействие.

Източници на риск

Главната причина за евентуално различно поведение на фондовете и продажби на спадащ пазар при пазарно сътресение би било неочаквано високо равнище на искания за обратно изкупуване. Макар това да не представлява историческа закономерност, имало е случаи на високо равнище на искания за обратно изкупуване в периоди на сътресение на пазара. Освен това закономерностите в поведението на даден инвестиционен фонд в миналото не са непременно показателни за бъдещото му поведение. Поради това не можем да бъдем сигурни, че такива случаи на високо равнище на искания за обратно изкупуване ще останат редки или изолирани. Една от причините за възможно високо равнище на искания за обратно изкупуване по време на сътресения на пазара е фактът, че инвестиционните фондове не са само средство за невключващи ливъридж дългосрочни капиталови инвестиции. Понякога те се използват от инвеститори с по-краткосрочни намерения, като техният дял може да варира в широки граници в зависимост от други фактори, които оказват влияние върху пазара. Това създава потенциал за значително по-голям системен риск в сектора, отколкото ако високите равнища на искания за обратно изкупуване биха били само редки или изолирани случаи. С разрастването на сектора този факт съответно придобива по-голяма значимост за системния риск като цяло.

⁽¹⁾ Директива 2009/65/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 13 юли 2009 година относно координирането на законовите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК) (ОВ L 302, 17.11.2009 г., стр. 32).

⁽²⁾ Директива 2011/61/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 8 юни 2011 година относно лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове и за изменение на директиви 2003/41/ЕО и 2009/65/ЕО и на регламенти (ЕО) № 1060/2009 и (ЕС) № 1095/2010 (ОВ L 174, 1.7.2011 г., стр. 1).

⁽³⁾ Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017, Европейска асоциация за управление на фондове и активи, декември 2017 г.

⁽⁴⁾ Следва да се отбележи, че от 2014 г. насам АИФ се класифицират съгласно нормативната дефиниция в Директива 2011/61/ЕС. Оттогава нетните активи са се увеличили с повече от 25 %.

⁽⁵⁾ Европейски съвет за системен риск, „Монитор на нерегулирания банков сектор в ЕС“, № 2, май 2017 г.

Вторият основен източник на системен риск е фактът, че са налице стимули за поддържане на по-слаба ликвидност в името на по-висока доходност или за увеличаване на ливъриджа, за да се постигне привлекателна за инвеститорите доходност. Колкото по-висок е ливъриджът на даден инвестиционен фонд, толкова по-малко вероятно е той да прояви устойчивост по време на сътресение на пазара. Освен това колкото повече един инвестиционен фонд преследва доходност за сметка на ликвидността, толкова по-малко способен ще бъде да се справи по структуриран начин с рязко покачване на исканията за обратно изкупуване. Тази линия на поведение може да се утежни допълнително, ако потенциалните инвеститори не са наясно с този компромис – или защото активите, в които се инвестира, изглеждат ликвидни, макар ликвидността им да не е устойчива, или защото ливъриджът е във формата на деривативни инструменти и няма прозрачност по отношение на мащаба му.

Третият източник на системен риск е начинът, по който функционира механизмът за обратно изкупуване. Възможно е инвестиционните фондове от отворен тип позволяват възползване от „предимството на първия“, при което инвеститорите, които изтеглят средствата си, не поемат пълната тежест на разходите по ранното обратно изкупуване, а я прехвърлят на оставащите собственици на дялове. За управляващите фондове дружества това е свързано и с репутационен проблем, заради който те да не искат да спрат временно обратните изкупувания, дори когато това би било в интерес на инвеститорите. Същевременно те трябва да балансират между предоставянето на ликвидност на инвеститорите, които са поискали обратно изкупуване, докато фондът разполага с такава, и решението, че обстоятелствата са достатъчно извънредни, за да бъдат основание за временно спиране на изкупуванията.

Четвъртият източник на системен риск е, че действието на механизма за обратно изкупуване е зависимо от ликвидността на пазара. За много от инструментите, в които инвестират инвестиционните фондове, ликвидността традиционно зависи от маркет-мейкъри и варира във времето и според инструментите. Тенденциите в последно време, включително намаляването на волатилността, нарасналата роля на електронната търговия, фрагментацията на източниците на ликвидност и по-малките наличности от активи на традиционните маркет-мейкъри като банки и брокери/дилъри, както и циклични фактори като например паричната политика, показват, че структурата на осигуряването на ликвидност може да се променя с времето (макар че до момента текущите изследвания още не са установили категорични доказателства за намаляване на ликвидността). Тези промени може да засегнат степента на устойчивост в осигуряването на ликвидност, когато настъпят сътресения на пазарите. Значимостта на тези промени в структурата на ликвидността е трудно предсказуема, поради което е възможно инвестиционните фондове да се озоват в положението да разчитат на равнища на ликвидност, които са по-малко устойчиви от очакваното.

Съществуват важни взаимодействия между ливъриджа, ликвидността и условията за обратно изкупуване в инвестиционните фондове. Инвестиционни фондове, които използват ливъридж и които са изправени пред повишени искания за предоставяне на допълнително обезпечение, изтегляне на средства или по-голямо дисконтиране на обезпеченията, могат да се адаптират бързо, ако държат подлежащи на бързо ликвидирани активи. Ако обаче фонд с високо равнище на ливъридж държи по-малко количество ликвидни активи и е потенциално изложен на внезапни искания за обратно изкупуване или промени в условията за кредитиране, възможно е да се наложи да продаде спешно активи на по-слабо ликвидни пазари (продажба с отбив), за да посрещне задълженията си. Макар че в случай на искане за предоставяне на допълнително обезпечение даден инвестиционен фонд може да е в състояние да спре временно обратното изкупуване в интерес на инвеститорите, той ще трябва да набере бързо средства посредством спешно финансиране и/или продажба на активи, за да избегне ликвидация, а това може потенциално да причини значителен риск, свързан с контрагента, и да окаже силно влияние върху цените на активите.

Централни банки, пазари и регулаторни органи за ценни книжа са изказвали опасения за потенциалната възможност инвестиционните фондове да засилят системни рискове. ⁽¹⁾ На глобално равнище Съветът за финансова стабилност (СФС) е констатирал, че ликвидните несъответствия и използването на ливъридж при инвестиционните фондове поражда потенциално значими структурни уязвимости в сектора на управлението на фондове. Впоследствие той е изтъквал колко е важно да се проучат и да се предприемат мерки по отношение на потенциалните структурни уязвимости, свързани с ликвидни несъответствия и с използването на ливъридж от инвестиционни фондове, които могат да изложат на риск финансовата стабилност. СФС препоръчва например компетентните органи да наблюдават използването на ливъридж от фондовете и да предприемат мерки, когато е целесъобразно. ⁽²⁾

⁽¹⁾ Вж. „Доклад за финансовата стабилност – декември 2015 г.“ (Financial Stability Report – December 2015) на Bank of England, „Доклад за тенденциите, рисковете и уязвимостите“ (Report on Trends, Risks and Vulnerabilities), № 2, 2015 г. на ЕОЦКП; „Преглед на финансовата стабилност“, май 2016 г., на ЕЦБ, „Актуализация на прегледа на продуктите и дейностите за управление на активи“ (Update on Review of Asset Management Products and Activities), април 2016 г., на Съвета за надзор на финансовата стабилност, речта на Витор Констанцио „Споделяне на риска и макропруденциална политика в един амбициозен съюз на капиталовите пазари (Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union), април 2016 г., речта на Стивън Майор „Измерване и оценка на рисковете за стабилността на финансовите пазари“ (Measuring and assessing stability risks in financial markets), май 2015 г., и речта на Мери Джо Уайт „Подобряване на наблюдението на риска и регулаторни защитни механизми за сектора на управление на активи“ (Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry), декември 2014 г.

⁽²⁾ „Препоръки за политики за преодоляване на структурни слабости от дейности по управление на активи“ (Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities), Съвет за финансова стабилност, януари 2017 г.

Настоящата регулаторна рамка за ликвидността и ливъриджа на инвестиционните фондове

В Европа регулаторната рамка, която регламентира управлението на ликвидността и ливъриджа на инвестиционните фондове, се състои от Директива 2006/65/ЕО и Директива 2011/61/ЕС. Те формират основата на изискванията как инвестиционните фондове в Европа да управляват своите ликвидни и ливъридж позиции и служат като отправна точка за оценка на системните рискове в резултат от ликвидно несъответствие и използване на ливъридж в тези фондове.

ПКИПЦК са силно регулирани инвестиционни фондове. Предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК) са инвестиционни фондове, които инвестират в допустими активи като например парични депозити и техни еквиваленти, облигации, акции, инструменти на паричния пазар и други инвестиционни фондове (вж. Каре 1а). Теоретично ПКИПЦК са по-малко податливи на ликвидни несъответствия, тъй като се предполага, че и активите, и пасивите им се търгуват в кратки срокове. Те могат да инвестират само в прехвърлими ценни книжа или други ликвидни финансови активи, правилата за допустимостта на които са описани подробно в нарочна директива⁽¹⁾. ПКИПЦК имат задължението (под условие на възможността инвестиционният фонд да спре временно обратните изкупувания) да изплатят дела на инвеститор при получаване на такова искане от него. Това означава, че ПКИПЦК трябва да разрешават обратно изкупуване най-малко два пъти месечно, макар че много от тях допускат обратно изкупуване ежедневно или ежеседмично. Що се отнася до ливъриджа, ПКИПЦК са обект на регулаторни ограничения. ПКИПЦК могат да използват финансов ливъридж само посредством необезпечени заемни средства в размер до 10 % от активите им и при условие че заемните средства се използват само временно (вж. Каре 1б). В резултат на това, като използват заемни средства и сделки за финансиране с ценни книжа или деривати, ПКИПЦК могат да имат ливъридж не повече от 2,1 пъти тяхната нетна стойност на активите (NAV).

АИФ са инвестиционни фондове, които имат право да инвестират в активи, подобни на тези в ПКИПЦК, но не подлежат на толкова подробно разписани ограничения по отношение на диверсификацията, ликвидността и ливъриджа. АИФ могат също така да инвестират във финансови инструменти, които не са допустими активи за ПКИПЦК, като например частен капитал, рисков капитал, недвижими имоти, физически стоки и други алтернативни активи. От управляващите дружества обаче се изисква да въведат процедури за управление на ликвидността, ако ръководят АИФ от отворен тип или АИФ от затворен тип, които използват ливъридж. Това включва синхронизиране на инвестиционната стратегия, ликвидния профил и политиката за обратно изкупуване на инвестиционния фонд, както и определяне на подходящи граници в управлението на ликвидността и стрес тестове (вж. Каре 1а). Следва да се отбележи, че лица, управляващи алтернативни инвестиционни фондове (ЛУАИФ), които работят под определени прагове⁽²⁾, може да не подлежат на същите изисквания, в който случай те няма да могат да се ползват от паспорта по Директива 2011/61/ЕС, за да предлагат продукта си в други държави от Съюза. Що се отнася до ливъриджа, АИФ работят без регулаторни ограничения. Инвестиционните фондове, регистрирани като АИФ, са задължени само да докладват използването на ливъридж (вж. Каре 1б).

Каре 1а: Настоящата регулаторна рамка за ликвидността на инвестиционните фондове

Директива 2009/65/ЕО – ПКИПЦК

Периодичност на търгуване. ПКИПЦК трябва да осигурят механизъм дяловите единици да могат да се откупват или изкупуват обратно при искане от страна на инвеститорите във фонда. Това означава, че ПКИПЦК трябва да допускат искания за обратно изкупуване най-малко два пъти месечно⁽³⁾, макар че много от тях допускат обратно изкупуване ежедневно или ежеседмично⁽⁴⁾.

Процедури на търгуване. Директива 2009/65/ЕО не уточнява процедури на търгуване, които ПКИПЦК трябва да следват. На практика се определя срок за получаване на заявките преди момента на оценката, който може да бъде часове или дни по-късно. Освен това ПКИПЦК по принцип изплащат вземанията по обратно изкупуване съгласно процедурите за сетълмент, описани в документацията на фонда, които могат да определят срок от три до пет дни след момента на оценка⁽⁵⁾. Съгласно тези процедури на търгуване, налице е промеждутък от време между крайния срок за получаване на заявките и крайния срок за изплащане на вземанията по обратно изкупуване. Това дава на дружеството, управляващо ПКИПЦК, време да продаде инвестиции и да генерира парични средства за изплащането на вземанията по обратно изкупуване, ако това е необходимо.

⁽¹⁾ Директива 2007/16/ЕО на Комисията от 19 март 2007 година за изпълнение на Директива 85/611/ЕИО на Съвета относно координирането на законовите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК) във връзка с изясняването на някои определения (ОВ L 79, 20.3.2007 г., стр. 11).

⁽²⁾ ЛУАИФ, които управляват АИФ с общ размер на активите под 100 млн. евро или под 500 млн. евро, при условие че АИФ не използват ливъридж и не предвиждат право на обратно изкупуване за период от пет години след датата на първоначалната инвестиция във всеки АИФ.

⁽³⁾ Националните компетентни органи (НКО) могат да разрешат на ПКИПЦК да намалят периодичността до веднъж месечно, „при условие че тази дерогация не засяга интересите на притежателите на дялове“. Тази възможност обаче не е транспонирана в националното законодателство от всички държави членки.

⁽⁴⁾ Вж. например член 76 от Директива 2009/65/ЕО.

⁽⁵⁾ Фондове на паричния пазар с постоянна нетна стойност на активите могат да предлагат сетълмент в същия ден.

Допустими активи. За ПКИПЦК има подробни правила за допустимите активи, затова те са задължени да инвестират предимно в ликвидни активи. Те включват: търгувани на фондовата борса ликвидни прехвърлими ценни книжа и инструменти на паричния пазар; търгувани на борсата деривати и банкови депозити, платими при поискване или включващи право на изтегляне с матуритет не повече от 12 месеца. ⁽¹⁾ За да се подсигури още по-добре ликвидността, са определени критерии за пазарите, на които трябва да се котираат или търгуват допустимите активи ⁽²⁾.

Преинвестиционна комплексна проверка. Преди дружество, управляващо ПКИПЦК, да направи инвестиция, то трябва да анализира, наред с всичко останало, нейния принос към състава на портфейла на ПКИПЦК, нейната ликвидност и профил на риск и възвръщаемост. ⁽³⁾

Управление на риска. Като част от процеса на управление на риска дружеството, управляващо ПКИПЦК, трябва да следва подходящи процедури за управление на ликвидния риск, за да осигури способността на всяко управлявано от него ПКИПЦК да изпълни при всички предвидими обстоятелства, включително в условия на сътресение, задължението си за обратно изкупуване на дялови единици, ако техен притежател го поиска. Когато е целесъобразно, дружеството, управляващо ПКИПЦК, трябва да проведе стрес тестове, за да направи оценка на ликвидния риск на ПКИПЦК при извънредни обстоятелства. ⁽⁴⁾

Нетиране на записвания и обратни изкупувания. Когато фонд, който е ПКИПЦК, получи нареждания за записване и за обратно изкупуване за един и същи ден на търгуване, той съпоставя транзакциите с дялови единици и използва полученото вземане по записването, за да изплати част или цялото искане за обратно изкупуване. Това намалява или премахва необходимостта за продаване на базови инвестиции с цел да се генерират парични средства за изплащане към инвеститори, заявили обратно изкупуване.

Директива 2011/61/ЕО – Директива за ЛУАИФ

Процедури на търгуване. Подобно на случая с ПКИПЦК, Директива 2011/61/ЕС не уточнява процедури на търгуване, които да бъдат използвани при АИФ. ЛУАИФ определя процедури на търгуване, които са целесъобразни за управляваните АИФ и които му осигуряват достатъчно време да продаде инвестиции, за да може да генерира парични средства за изплащане на вземания по обратно изкупуване.

Управление на риска. Член 15 от Директива 2011/61/ЕС съдържа разпоредби, сходни със засягащите преинвестиционната комплексна проверка в Директива 2009/65/ЕО (обяснени по-горе). Този член изисква, в рамките на управлението на риска от ЛУАИФ, рисковете, свързани с всяка инвестиционна позиция на АИФ, както и общият им ефект върху портфейла на АИФ, да бъдат подходящо идентифицирани, измерени, управлявани и наблюдавани във всеки един момент, включително чрез използването на подходящи процедури за стрес тестове. Освен това Директива 2011/61/ЕС изисква от ЛУАИФ да осигуряват за всеки управляван от тях АИФ съгласуваност на инвестиционната стратегия, ликвидния профил и политиката на обратно изкупуване. ⁽⁵⁾ ЛУАИФ трябва да разполагат с подходящи системи за управление на ликвидността, за да наблюдават ликвидния риск на АИФ и да осигуряват съответствието на ликвидния профил на инвестициите на АИФ с поетите задължения. В допълнение към това ЛУАИФ трябва редовно да провеждат стрес тестове при обичайни и при извънредни условия, свързани с ликвидността, за да оценяват и наблюдават ликвидния риск на АИФ. ⁽⁶⁾ Тези задължения са допълнени от подробни правила от ниво 2 относно управлението на ликвидността. ⁽⁷⁾

Нетиране на записвания и обратни изкупувания. Подобно на случая с ПКИПЦК, ЛУАИФ може да нетира нареждания за записване и обратно изкупуване в АИФ от отворен тип.

⁽¹⁾ Допълнителни подробни правила за допустимите активи има за фондовете на паричния пазар (ФПП), независимо от това дали са учредени като ПКИПЦК или АИФ (напр. правила по отношение на портфейла, засягащи активите с дневен и седмичен матуритет). Вж. Регламент (ЕС) № 2017/1131.

⁽²⁾ Допускането до търгуване обаче не гарантира ликвидност. Въпреки това фонд, който е ПКИПЦК, може да разчита на това допускане, освен ако знае, или би трябвало да знае, за наличието на обстоятелства, които показват, че даден актив не е ликвиден. В този случай фондът трябва да направи оценка на ликвидността на ценната книга, за да установи дали включването ѝ в портфейла няма да наруши неговата ликвидност.

⁽³⁾ Вж. например член 23, параграф 4 от Директива 2010/43/ЕС на Комисията от 1 юли 2010 г. за прилагане на Директива 2009/65/ЕО на Европейския парламент и на Съвета по отношение на организационните изисквания, конфликтите на интереси, правилата за поведение, управлението на риска и съдържанието на споразумението между депозитар и управляващо дружество (ОВ L 176, 10.7.2010 г., стр. 42.).

⁽⁴⁾ Вж. например член 40, параграф 3 от Директива 2010/43/ЕС.

⁽⁵⁾ Вж. например член 16, параграф 2 от Директива 2011/61/ЕС.

⁽⁶⁾ Вж. например член 16, параграф 1 от Директива 2011/61/ЕС.

⁽⁷⁾ Вж. например членове 46–49 от Делегиран регламент (ЕС) № 231/2013 на Комисията от 19 декември 2012 г. за допълване на Директива 2011/61/ЕС на Европейския парламент и на Съвета по отношение на освобождаванията, общите условия във връзка с дейността, депозитарите, ливъриджа, прозрачността и надзора (ОВ L 83, 22.3.2013 г., стр. 1).

Каре 16: Настоящата регулаторна рамка за ливъриджа на инвестиционните фондове**Директива 2009/65/ЕО – ПКИПЦК**

Заемни средства. ПКИПЦК могат да използват финансов ливъридж, като заемат средства до не повече от 10 % от активите си и при условие че заемните средства се ползват само временно. Такива заемни средства могат да се използват, ако е налице временно несъответствие на паричните потоци, например когато трябва да се изплатят вземания по обратно изкупуване преди в ПКИПЦК да постъпят вземания вследствие на продажба на инвестиции.

Използване на синтетичен ливъридж. Що се отнася до използването на синтетичен ливъридж посредством деривативни експозиции, ПКИПЦК могат да създават синтетични експозиции, изчислени съгласно подхода за задълженията, до размер, равен на тяхната обща нетна стойност на активите. В резултат на това ПКИПЦК могат да използват както заемни средства, така и деривативни инструменти, за да достигнат ливъридж не повече от 2,1 пъти тяхната нетна стойност на активите. Съгласно Директива 2009/65/ЕО НКО могат да разрешат на ПКИПЦК да изчисляват глобалната си експозиция, като използват подхода на стойността под риск (VaR) или други усъвършенствани методологии за измерване на риска вместо подхода за задълженията. При такива фондове използването на ливъридж е ограничено само косвено посредством ограничения за пазарния риск, както е обяснено в насоките от ниво 3 на Комитета на европейските регулатори на ценни книжа. (КЕРЦК) ⁽¹⁾. Така фондове, които използват подхода на *абсолютната* стойност под риск, са ограничени до абсолютна VaR, която не надвишава 20 % от нетната стойност на активите (за 20-дневен период). От своя страна фондове, които прилагат подхода на *относителната* стойност под риск, са ограничени до не повече от двойния риск от загуба по даден VaR модел на сходен портфейл, но без ливъридж. Важно е да се отбележи, че тези подходи на стойността под риск потенциално допускат значително по-висок ливъридж, отколкото би бил позволен съгласно подхода за задълженията, в зависимост от волатилността на базовите активи. Резултатите от проучвания в 11 държави от Съюза показват, че подмножеството ПКИПЦК фондове, които прилагат подходите на стойността под риск за изчисляване на глобалната експозиция, може би съставляват между 27 % и 50 % от сектора на ПКИПЦК в Съюза по нетна стойност на активите.

Директива 2011/61/ЕС – Директива за ЛУАИФ

Заемни средства и използване на синтетичен ливъридж. АИФ работят без регулаторни ограничения на ливъриджа. Съгласно Директива 2011/61/ЕС фондовете са длъжни само да докладват използването на ливъридж. Независимо от това директивата допуска компетентните органи да наложат граница на нивото на ливъридж, което управляващите дружества имат право да използват в своите АИФ, както и други ограничения в управлението на риска, за да „ограничат възможността използването на ливъридж да доведе до увеличаване на системния риск във финансовата система или на рисковете от дезорганизация на пазарите“. До този момент никой компетентен орган не е прилагал този инструмент и не е разработена рамка на равнище ЕС за хармонизирано прилагане на макропруденциални изисквания за ливъридж.

II. Препоръка на ЕССР относно ликвидни и ливъридж рискове в инвестиционни фондове**II.1 Препоръка А – Инструменти за управление на ликвидността за обратно изкупуване****II.1.1 Икономическа обосновка и очаквани резултати****Препоръка А(1) – Наличие на допълнителни инструменти за управление на ликвидността**

Необходимо е да се разшири правната рамка, уреждаща управлението на ликвидността на инвестиционните фондове в Съюза. В миналото разпоредбите относно управлението на ликвидността в Директива 2009/65/ЕО и Директива 2011/61/ЕС са били в общи линии достатъчни. Въпреки това продължаващото разрастване на сектора на инвестиционните фондове, съчетано със засилване на дейността му по трансформиране на ликвидност, може да доведе до повишени рискове за финансовата стабилност, за които трябва да се вземат мерки.

Подходящи инструменти за управление на ликвидността могат да изгладят ликвидните несъответствия, които възникват в ПКИПЦК и АИФ от отворен тип, редуцирайки рисковете за финансовата стабилност при сътресения на пазарите. Ликвидните несъответствия са особено характерни за фондовете от отворен тип, които предлагат чести възможности за обратно изкупуване, но инвестират в активи, които в определени случаи не могат да бъдат продадени бързо, без това да окаже съществено влияние върху пазарната им цена. Много, но не всички фондове от отворен тип предлагат ежедневно обратно изкупуване. Съгласно разпоредбите на Директива 2009/65/ЕО и Директива 2011/61/ЕС управляващите дружества определят периодичността на обратното изкупуване (вж. Каре 1а). Има набор от допълнителни инструменти за управление на ликвидността (д-ИУЛ), които могат да спомогнат за редуциране на ликвидните рискове при фондове от отворен тип, като намалят „предимството на първия“ ⁽²⁾ при сътресение на пазара (*ex ante*) и възникването на спирала на ликвидността (*ex post*).

⁽¹⁾ Насоки на КЕРЦК относно управлението на риска и изчисляването на глобалната експозиция и риска, свързан с контрагента, за ПКИПЦК (CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS), 28 юли 2010 г.

⁽²⁾ За повече подробности по темата вижте Раздел II.1. от Приложението към Препоръка ЕССР/2012/1 на Европейския съвет за системен риск от 20 декември 2012 г. относно фондовете на паричния пазар (ОВ С 146, 25.5.2013 г., стр. 1).

Прилаганите предварително инструменти могат да се използват за редуциране на „предимството на първия“ и на системния риск. По принцип тези инструменти могат да се използват както при нормални условия, така и при сътресение на пазара. Целта на такива инструменти като например ценова люлка (swing pricing) и такси срещу понижаване на стойността (anti-dilution levies) е клиентите да бъдат третирани справедливо, като се гарантира, че оставащите инвеститори няма да бъдат поставени в неблагоприятно положение в резултат от действията на изтеглящите средствата си. Това би трябвало да премахне всякакъв стимул инвеститори да заявяват обратно изкупуване преди всички останали с цел да се възползват от по-ниски разходи. Все пак ако инвеститорите са твърдо решени да ликвидират позициите си във фонда, те ще го сторят независимо от свързаните с това разходи. Ето защо инструментите само смекчават ефекта от „предимството на първия“, но не намаляват непременно натиска върху продажбите на пазарите на базовите активи.

Прилаганите впоследствие инструменти позволяват на управляващите фондове дружества да управляват ликвидността на инвестиционните фондове, като контролират или ограничават изходящите потоци. Характерно за тези инструменти е, че освобождават управляващите дружества от задължението незабавно да продадат активи (на пазарна цена или под нея) заради искания за обратно изкупуване от страна на инвеститори. Ето защо те могат в известна степен да действат като своеобразен прекъсвач и да смекчат опасността от възникване на спирала на ликвидността. В типичния случай този тип инструменти се прилагат в условията на сътресение на пазара.

Наличието и използването на д-ИУЛ за инвестиционни фондове варират значително в различните държави. Макар че Директива 2009/65/ЕО и Директива 2011/61/ЕС недвусмислено позволяват временно спиране на обратното изкупуване от управляващото фонда дружество, във втората не са посочени никакви други д-ИУЛ. Поради това има разлики в наличието на д-ИУЛ и в конкретните процедури, уреждащи използването им, в различните държави. Проучване на Международната организация на комисиите за ценни книжа (МОКЦК) ⁽¹⁾ и неотдавнашно проучване в държави членки на Съюза, проведено от ЕОЦКП, ⁽²⁾ показват, че в някои държави членки е налице набор от д-ИУЛ, включително ценова люлка и такси срещу понижаване на стойността. В повечето държави членки обаче наличните инструменти са по-малко.

Инструментите, които най-често са налични в държавите членки на Съюза, са следните:

- такси за обратно изкупуване;
- ограничения на обратно изкупуване;
- обратно изкупуване в натура;
- обособяване;
- временно спиране на обратното изкупуване.

Временното спиране на обратното изкупуване е единственият инструмент, който е общ за всички участващи държави. След него най-широко наличният инструмент е обратното изкупуване в натура – то съществува в 17 държави членки.

В повечето държави членки за задействането на инструменти за управление на ликвидността отговарят единствено управляващите дружества, а регулаторите имат незначителна роля в процеса и не могат да задействат инструментите. Управляващите фондове дружества не се нуждаят от разрешение от регулаторните органи, за да задействат повечето от д-ИУЛ. Само в три държави членки на Съюза за някои инструменти е необходимо разрешение, а само в една то е нужно за правомощието да бъде спряно временно обратното изкупуване. Все пак в обичайния случай инструментите за управление на ликвидността и обстоятелствата, при които те могат да се използват, трябва да бъдат описани в учредителните документи на инвестиционния фонд, които в държавите членки на ЕС подлежат на одобрение. Обикновено регулаторните органи нямат правото да задействат инструменти. Общо изключение е временното спиране на обратното изкупуване, което може да бъде наложено от регулаторния орган, ако се счете, че е в обществен интерес, което предполага се, включва и фактори, засягащи финансовата стабилност. В редица държави НКО имат правомощието да задействат ограничения на обратното изкупуване.

В някои случаи възможността за използване на инструментите е ограничена до определени типове инвестиционни фондове и/или до извънредни обстоятелства. При нормални обстоятелства възможността за използване на д-ИУЛ варира. В някои държави членки определени инструменти могат да се използват при нормални обстоятелства, обикновено при условие че евентуалната им употреба е заложена предварително в документацията на фонда. В други държави членки използването на определени инструменти е ограничено до извънредни обстоятелства. Във всички държави членки използването на правомощието за временно спиране на обратното изкупуване е ограничено само до извънредни обстоятелства.

⁽¹⁾ Проучването на МОКЦК обхваща и държави членки на Съюза, и държави извън него. В този доклад вниманието е съсредоточено върху отговорите от 11-те участващи държави членки на Съюза. Проучването е достъпно на адрес <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf>.

⁽²⁾ За повече информация вижте Таблица А1 в приложението.

Насоките, които дават регулаторните органи за използването на д-ИУЛ, са разнородни и се различават за всеки отделен инструмент. Не винаги е определена максимална продължителност на временното спиране на обратното изкупуване, а три държави членки не дават никакви насоки за използването на този инструмент. Що се отнася до другите д-ИУЛ, рядко има официални дефиниции, макар че държавите членки обикновено имат обща представа за тях. В повечето случаи няма конкретни нормативни разпоредби в националното законодателство, нито насоки, издадени от НКО, за използването на инструментите.

СФС определя ликвидното несъответствие като потенциална структурна уязвимост на инвестиционните фондове от отворен тип и препоръчва по-широка наличност на инструменти за управление на ликвидния риск. Наличието във всички държави членки на набор от разнообразни инструменти за управление на ликвидността, прилагани предварително или впоследствие, би подобрило способността за реакция в ситуации на ликвидно сътресение и следователно би намалило рисковете за финансовата стабилност. В отговорите си на проведена от Европейската комисия консултация НКО и дружества, управляващи инвестиционни фондове, също посочиха, че биха се радвали да разполагат с повече инструменти за управление на ликвидността. ⁽¹⁾

Трансграничните ефекти подчертават необходимостта от по-хармонизирана регулаторна рамка. Тъй като ПКИПЦК и АИФ често имат трансгранични инвестиции и операции, потенциалното въздействие на проблемите с ликвидността не е ограничено до държавата, в която е седалището им. В този смисъл ефектът на верижно разпространение може да допринесе за възникването на спирали на ликвидността с трансгранично въздействие. Затова в целия Съюз би трябвало да бъде налице еднороден набор от инструменти за управление на ликвидността. Това ще осигури на инвестиционните фондове общ набор от д-ИУЛ, които управляващите фондове дружества да подложат на оценка и да включат, както е целесъобразно, в учредителните документи на инвестиционните фондове, за да редуцират трансграничния ликвиден риск. Всички АИФ и ПКИПЦК би трябвало рутинно да включват в учредителните си документи правомощието временно да спират обратното изкупуване при условия на пазарно сътресение.

Препоръката има за цел да улесни задействането на инструментите за управление на ликвидността наред с това да подобри разполагаемостта им. Възможно е управляващите фондове дружества да се отнасят с неохота към използването на определени инструменти за управление на ликвидността по ред причини, включително опасения от репутационно естество или съображения за възможни верижни ефекти. Задействането на даден инструмент може да доведе до ефект на преноса, който да засегне други инвестиционни фондове, управлявани от същото дружество. В някои случаи е възможно да бъдат засегнати дори инвестиционни фондове с различни управляващи дружества, но със сходна концентрация на портфейлите. Ето защо включването на д-ИУЛ в учредителните документи на даден инвестиционен фонд може да не е достатъчно за ефикасното редуциране на ликвидните рискове, свързани с инвестиционния фонд, ако управляващото дружество има резерви към прилагането на такъв инструмент на практика. По тази причина управляващите дружества трябва да се погрижат за това да разполагат с необходимия оперативен капацитет и с план за действие при извънредни ситуации, за да могат да задействат навреме д-ИУЛ. Затова в проспекта на всеки инвестиционен фонд или в предоговорната информация, която се предоставя на инвеститорите, трябва да се съдържа описание на всички д-ИУЛ, включени в учредителните документи, на тяхната цел и начин на използване. Това ще осигури яснота и ще даде възможност на инвеститорите да се запознаят с по-рядко използваните инструменти.

Целта на препоръките е да се насърчи последователен подход към използването на инструменти за управление на ликвидността във всички държави членки. За да се осигури последователно използване на д-ИУЛ във всички държави членки, законодателното предложение следва да задължи ЕОЦКП да разработи насоки на високо равнище как да бъдат прилагани д-ИУЛ в процеса на управление на ликвидността на инвестиционните фондове, а също и какви изисквания трябва да бъдат установени за прозрачност и отчетност. За да проучи по-добре въздействието на д-ИУЛ върху финансовата стабилност, ЕССР следва да си сътрудничи с ЕОЦКП по макропруденциалните въпроси. Управляващите фондове дружества следва да се отчетат пред НКО относно прилагането и използването на д-ИУЛ. За да не бъде обременително отчитането на даден д-ИУЛ, който се прилага редовно или постоянно, то може да обхваща само използването на инструменти в условия на пазарни сътресения.

Инструментите за управление на ликвидността с предварително прилагане могат да се използват за редуциране на натрупването и въздействието на системен риск, докато инструментите за прилагане впоследствие могат да се задействат при условия на пазарно сътресение, когато инвестиционните фондове са изправени пред значителни изходящи потоци. В този смисъл и двата вида инструменти способстват за намаляване на рисковете за финансовата стабилност, произтичащи от ликвидни несъответствия при инвестиционните фондове. Затова се препоръчва и двата типа инструменти да бъдат налични на равнището на Съюза. В Каре 2 се обясняват подробно различните инструменти, като същевременно се отчита, че някои от тях не винаги ще бъдат подходящи или необходими за всички видове инвестиционни фондове от отворен тип.

⁽¹⁾ „Консултация за предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК) – правила за продукта, управление на ликвидността, депозитари, фондове на паричния пазар, дългосрочни инвестиции“ (Consultation on the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments), налична на адрес http://ec.europa.eu/finance/consultations/2012/ucits/contributions_en.htm.

Каре 2: Инструменти за управление на ликвидността

Предварителни/хибридни ⁽¹⁾ инструменти за управление на ликвидността ⁽²⁾

Ценовата люлка (swing pricing) има за цел да защити съществуващите акционери на инвестиционния фонд от неблагоприятен ценови ефект, породен от извършени от други инвеститори сделки. Този инструмент може да се използва за коригиране на цената на акциите в даден инвестиционен фонд, така че да се поеме част от разходите за сделките на фонда, породени от дейност на инвеститорите. ⁽³⁾ На практика нетната стойност на активите на инвестиционния фонд се коригира надолу (нагоре) при големи изходящи (входящи) потоци, така че разходите по сделките да се поемат от инвеститорите, които купуват или продават дялове, а не от всички инвеститори. Ако инвеститорите са запознати с тази променливост на цените, това би трябвало да послужи като стимул те да адаптират своите искания за обратно изкупуване или записване по начин, който да способства за стабилизирането на нетните потоци на инвестиционния фонд. Ценовата люлка може да бъде пълна – когато се прилага към всички записвания и обратни изкупувания на инвеститори, или частична – когато се прилага само към записвания и обратни изкупувания над определен праг. При частичната ценова люлка се определя праг за задействане на корекцията и когато нетните изходящи потоци го надхвърлят, нетната стойност на активите на инвестиционния фонд се коригира надолу, и обратното. Праговете могат да варират, така че механизмът да може да бъде приспособен към пазарните условия и условията на ликвидност, ограничавайки по този начин действията на инвеститорите за оптимизация (т.е. възпирайки ги да предвидят задействането на ценовата люлка и да действат съответстващо). При условията на пълна ценова люлка нетната стойност на активите се коригира постоянно в зависимост от това дали има нетни входящи потоци или нетни изходящи потоци. Ценовата люлка е инструмент, който може успешно да влияе върху решенията на инвеститорите за обратно изкупуване или записване, да стабилизира приходите на фонда и да намали вероятността да се използва „предимството на първия“ и свързаните с него панически продажби. Независимо от това инвеститори, които са твърдо решени да изтеглят средствата си от даден фонд, ще го сторят, дори това да им струва разходи в резултат от ценовата люлка. Тъй като може да има множество нетни стойности на активите, прилагането на ценова люлка може да бъде доста сложно и скъпо и използването ѝ да не е подходящо за малки инвестиционни фондове.

Подобно на това таксите срещу понижаване на стойността представляват допълнителна сума, която инвеститорите плащат на инвестиционния фонд, когато записват дялове или изискват обратното им изкупуване. Записването или обратното изкупуване на дялове в даден инвестиционен фонд може да окаже въздействие върху стойността му. Това важи особено в случая, когато дяловете не просто се прехвърлят в точно съответстващ размер между купувачи и продавачи, а неравновесие между тях изисква управляващото дружество да продаде или купи базови активи. Това е свързано с транзакционни разходи, такси и разходи за ликвидност, които оказват влияние върху нетната стойност на активите на инвестиционния фонд, предизвиквайки понижаването ѝ. Таксата срещу понижаване на стойността покрива тези разходи по търговската операция.

Ценовата люлка и таксите срещу понижаване на стойността отклоняват процикличното поведение, но само първият инструмент насърчава антицикличното поведение. За разлика от ценовата люлка, таксите срещу понижаване на стойността не насърчават инвеститорите да действат антициклично (т.е. да записват дялове в период на обратно изкупуване), тъй като в този случай те не могат да се възползват от по-благоприятни продажни цени и цени на обратно изкупуване, каквито създава ценовата люлка. Нито таксите срещу понижаване на стойността, нито ценовата люлка поражда допълнителни разходи за инвестиционния фонд, те само променят начина, по който разходите се прехвърлят към инвеститорите.

Инструменти за управление на ликвидността, които се прилагат впоследствие

Ограниченията на обратното изкупуване (отложено обратное изкупуване) са инструмент, който временно забавя изкупуването. Ограничение на обратното изкупуване е временно отлагане на правото на акционерите на обратно изкупуване на техните дялове. Това отлагане може да бъде пълно, т.е. инвеститорите въобще да нямат достъп до обратно изкупуване на дяловете им, или частично, при което само определена част от дяловете им може да бъде изкупена обратно. Ограниченията на обратното изкупуване могат да бъдат конструирани по такъв начин, че когато исканията за обратно изкупуване надхвърлят определен праг (например 10 % от нетната стойност на активите за инвестиционен фонд, предлагаш ежедневно или ежеседмично търгуване), управляващото фонда дружество може да вземе решение

⁽¹⁾ Тъй като корекции на нетната стойност на активите могат да бъдат внесени и впоследствие, тези инструменти могат да бъдат разглеждани и като хибридни, т.е. въведени предварително, но задействани впоследствие.

⁽²⁾ Допълнителен важен инструмент за ликвидността са стрес тестовете. Те проверяват практиките на управление на ликвидността при сериозни стресови събития, които потенциално могат да изложат фондовете на тежки проблеми с ликвидността. Тъй като за стрес тестовете има отделна препоръка, темата няма да бъде разглеждана тук (вж. Препоръка В).

⁽³⁾ Ценовата люлка е механизъм, използван от фондовете с една и съща цена „купува“ и „продава“; фондовете, които прилагат спред между цена „купува“ и цена „продава“ имат подобни механизми, които позволяват на управляващото дружество да реши дали цената на търгуване да бъде фиксирана между цените на записване и обратно изкупуване на дялове, за да гарантира, че разходите по сделката се покриват от влизания или напускащия инвеститор, както е целесъобразно.

да отложи изпълнението на искания за обратно изкупуване над този праг за следващия период на търгуване. В условия на пазарни сътресения ограниченията на обратното изкупуване дават на управляващите дружества повече време и гъвкавост да реагират на исканията на инвеститорите за обратно изкупуване и да осигурят структурираната продажба на базови активи. Това може да намали риска от панически продажби.

Обратното изкупуване в натура освобождава управляващото дружество от необходимостта да ликвидира големи количества активи при мащабни обратни изкупувания. Управляващото дружество може да реши да изпълни искане за обратно изкупуване, като прехвърли на изтеглящия се притежател на дялове ценни книжа вместо парични средства. Тъй като отделна голяма продажба на активи може да окаже съществено въздействие върху пазара, обратното изкупуване в натура може да защити оставащите в инвестиционния фонд инвеститори от високите разходи за ликвидация, които иначе биха могли да възникнат. Този механизъм може да бъде подходящ за искания за обратно изкупуване от институционални инвеститори. Той обаче е като цяло по-неподходящ за обратно изкупуване от инвеститори на дребно, тъй като може да не е осъществимо обратното изкупуване на отделни дялове на инвестиционния фонд в натура, а и това може да бъде свързано с високи операционни разходи и репутационна цена. Макар че инвеститорите могат да продадат получените при обратно изкупуване в натура активи по същия начин, по който би ги продало управляващото дружество, те ще бъдат принудени да поемат сами разходите по продажбата вместо тези разходи да бъдат разпределени между всички инвеститори в инвестиционния фонд. Въздействието върху пазара (и следователно върху финансовата стабилност) може обаче да е едно и също, независимо от това дали базовите активи се продават от самия инвестиционен фонд или от инвеститорите.

Обособяването (side pockets) позволява отделяне на неликвидните инвестиции от останалите ликвидни инвестиции на инвестиционния фонд. Този подход има две преимущества. Първо, инвеститорите, които се нуждаят от ликвидност, все така могат да превърнат в парични средства ликвидната част от инвестициите на фонда, като се предполага, че разходите по ликвидацията са ниски. Второ, този подход защитава интересите на инвеститорите, които искат да останат в инвестиционния фонд, тъй като управляващото дружество не е принудено да ликвидира активи на или под пазарната цена, ако бъде изправено пред големи искания за обратно изкупуване. Поради това методът на обособяване е особено подходящ, когато даден фонд има инвеститори с разнородни интереси, т.е. някои от тях искат да запазят инвестицията си във фонда, а други – дяловете им да бъдат изкупени обратно. Разнородни са практиките в различните държави членки що се отнася до правилата, уреждащи обстоятелствата, при които може да се прилага обособяване.

Периодите на предизвестие дават на управляващите дружества допълнителна гъвкавост при управлението на ликвидността на фондовете. Период на предизвестие е срокът за предварително уведомление, което инвеститорите трябва да отправят към управляващото дружество, когато искат обратно изкупуване на инвестициите си. Периодите на предизвестие често са определени още в учредителните документи на инвестиционния фонд и те дават на управляващите дружества повече време, за да изпълнят исканията за обратно изкупуване, без да трябва незабавно да продадат активи при намалена цена.

Временното спиране на обратното изкупуване е последната мярка при ликвидна криза. То действа като прекъсвач, осигурявайки на управляващото дружество допълнително време в условия на финансово сътресение, за да ликвидира активи по структуриран начин. Вместо да се налага да взема набързо решения и да ликвидира на каквато и да е цена, управляващото дружество получава допълнително време, за да намери оптимално решение. Освен това допълнителното време може да даде възможност на управляващото дружество и на надзорниците да обяснят по-добре на инвеститорите причините за сътресението, потенциално предотвратявайки паника. Ето защо временното спиране на обратното изкупуване всеобщо се смята за важен инструмент за овладяване на мащабни обратни изкупувания по време на криза. То обаче може да има значителна цена за благосъстоянието на инвеститорите, защото не им позволява да осребрят инвестициите си. Освен това се изказват опасения, че опитен инвеститор може да успее да предвиди временното спиране на обратното изкупуване и да предприеме действия за обратно изкупуване на дяловете, които притежава, преди останалите инвеститори (което е в противоречие с изначалната цел на инструмента – да отслаби въздействието от „предимството на първия“). Възможно е дори да предизвика вълна от заявки за обратно изкупуване.

Препоръки А(2) и А(3) – Допълнителни разпоредби относно НКО и ролята на ЕОЦКП по отношение на временното спиране на обратното изкупуване от страна на НКО, когато съществуват трансгранични последици за финансовата стабилност

Временното спиране на обратното изкупуване е единственият инструмент, наличен във всички държави членки. По принцип решението да бъде временно спряно обратното изкупуване е преди всичко отговорност на управляващото дружество и става по негова преценка (вж. Каре 2). То обаче може да бъде разпоредено и от НКО както за ПКИПЦК, така и за АИФ, ако е в интерес на притежателите на дялови единици или в обществен интерес.

Управляващите дружества може да не спрат временно обратното изкупуване, ако не си дадат сметка за ефекта от мащабни обратни изкупувания върху стабилността на финансовата система. Масово обратно изкупуване в един единствен инвестиционен фонд може да бъде достатъчно, за да предизвика всеобща паника сред инвеститорите и мащабно изтегляне от други фондове. Вследствие на това инвестиционните фондове могат да бъдат изправени пред тежко ликвидно сътресение и да бъдат принудени да продадат значително количество активи. Ако размерът на засегнатите инвестиционни фондове е голям на фона на пазара или сектора, от това може да последва съществен спад на цената на активите и да бъде предизвикана низходяща спирала. Ето защо предотвратяването на масово изтегляне и на мащабни панически продажби в резултат от него е особено важно за финансовата стабилност като цяло.

Управляващите дружества може да не спрат временно обратното изкупуване заради съображения, свързани с репутационния риск. Едно от главните препятствия пред използването на инструмента временно спиране на обратното изкупуване е потенциално негативното му отражение върху репутацията на управляващото дружество. Тъй като необходимостта от временно спиране лесно може да бъде отпадна на лошо управление на ликвидността от страна на управляващото дружество, възможно е доверието в професионализма му да бъде загубено трайно. Затова управляващите дружества може да се въздържат от използването на този инструмент, дори то да е в общ интерес на всички инвеститори във фонда. В други случаи управляващите дружества може да решат да не наредят временно спиране на обратното изкупуване и защото смятат, че това няма да е в интерес на инвеститорите в техните инвестиционни фондове. В подобни случаи, когато временното спиране на обратното изкупуване не е приложено от управляващото дружество, но е все пак оправдано от макропруденциална гледна точка, НКО трябва да използват правомощието си да го поискат.

Начинът, по който е уредено прилагането на единния европейски паспорт за извършване на дейност в Съюза, означава, че на НКО трябва да бъдат определени правомощия и задължения да наредят временно спиране на обратното изкупуване. Режимите за единен европейски паспорт за извършване на дейност позволяват на ЛУАИФ и на дружествата, управляващи ПКИПЦК, да продават трансгранични дялови единици или акции на инвеститори в рамките на ЕИП. Те също така позволяват трансгранични дейности по управление от страна на управляващите такива инвестиционни фондове. Ако даден инвестиционен фонд е установен в една държава членка, но ЛУАИФ или дружеството, управляващо ПКИПЦК, се намира в друга, може да не е ясно кой НКО отговаря за временното спиране на обратното изкупуване или кога трябва да се намери с правомощията си да го наложи. Липсата на ясно възложени отговорности може да доведе до недостатъчна или закъсняла реакция при сътресения и бързо променящи се условия на пазара. По този начин споделянето на отговорността и/или нейното възлагане на по-зле информирания компетентен орган може да има непредвидени отрицателни последици. За да се избегне това, на Комисията се препоръчва да предложи релевантното законодателство на Съюза да изясни ролите и отговорностите на засегнатите НКО.

Други компетентни органи, включително ЕОЦКП и ЕССР, следва да бъдат уведомени, преди отговорният орган да упражни правомощието си да нареди временно спиране на обратното изкупуване при наличие на трансгранични последици за финансовата стабилност. Тъй като единният европейски паспорт дава възможност фондовете да се продават презгранично в рамките на ЕИП, нареждането за временно спиране на обратното изкупуване може да засегне пряко инвеститори и пазари, за които отговарят други компетентни органи. Следователно нареждането за временно спиране на обратното изкупуване в даден инвестиционен фонд може да има и последици за финансовите пазари и за инвеститорското доверие в други държави. Ако не бъдат уведомени съответните органи, такава реакция на пазара може да ги изненада и да възпрепятства предприемането на подходящи регулаторни действия. За да могат да бъдат редуцирани потенциалните рискове за финансовата стабилност, на Комисията се препоръчва да предложи в съответното законодателство на Съюза да бъде включено задължението за предварително предоставяне на информация на съответните органи. Това задължение обаче следва да бъде формулирано по такъв начин, че да не попречи на НКО да действа незабавно в случай на криза.

ЕОЦКП следва да предоставя консултации и да подпомага и координира използването от НКО на правомощието да спрат временно обратното изкупуване при наличие на трансгранични последици за финансовата стабилност. Отчитайки националните особености, ЕОЦКП следва да поеме координационна и консултативна роля, за да осигури на НКО условия на равнопоставеност при използването на правомощието за временно спиране на обратното изкупуване с цел редуциране на рисковете за финансовата стабилност. Тази координационна функция следва да включва поемането на водеща роля по общите практически аспекти, които НКО трябва да вземат предвид, когато използват правомощието си да спрат временно обратното изкупуване. Нещо повече, в момента няма еднородна и точна дефиниция на понятието обществен интерес. ЕОЦКП следва да подпомогне достигането на общо разбиране между НКО за това как релевантните разпоредби на Директива 2009/65/ЕО и Директива 2011/61/ЕС се отнасят до финансовата стабилност и системния риск, без да прави регулаторните органи предсказуеми и да поражда морален риск. Тези разпоредби не само ще улеснят хармонизиране на подхода към временното спиране на обратното изкупуване, но и ще подкрепят разбирането, че то трябва да стане действащ инструмент за редуциране на рисковете за финансовата стабилност.

II.1.2 Странични ефекти

Има риск добре информирани институционални инвеститори да предвидят задействането на определен инструмент. Това може да отслаби или да неутрализира ефикасността на инструмента, тъй като инвеститорите ще се опитат да действат преди реалното му активиране. При определени обстоятелства предвиждането на задействане на инструмент може дори да доведе до сценарии на масово изтегляне на инвеститори, пораждайки спирала на ликвидността. Затова следва да се избегне придаването на каквото и да е автоматично задействане или предписателен характер на насоките.

Инструментите за управление на ликвидността могат да бъдат полезни при продължителни сътресения на пазарите. В зависимост от пазарните условия прилаганите впоследствие инструменти могат само да отложат проблема с ликвидността, тъй като са в състояние само да отложат за ограничен период от време обратните изкупувания (например чрез ограничаване). Те не премахват проблема, когато пазарното сътресение продължи по-дълго и следователно не могат да заменят структурните мерки като например насочените към преодоляване на прекомерните ликвидни несъответствия.

II.2 Препоръка Б – Допълнителни разпоредби за намаляване на вероятността от прекомерни ликвидни несъответствия

II.2.1 Икономическа обосновка и очаквани резултати

Инвестиционни фондове, управляващи активи, които по същността си са по-слабо ликвидни, не пораждаат непременно заплахата за финансовата стабилност. Осигуряването на достъп до различни класове активи повишава

ефективността на пазара, тъй като дава повече възможности за инвестиции и подобрява достъпа до финансиране на емитентите на такива активи. От гледна точка на икономическата политика възможността инвестиционните фондове да инвестират в не толкова активно търгувани класове активи като например частен капитал, корпоративни облигации без присъден рейтинг или кредити, допринася и за диверсификация на финансирането в икономиката. Това съвпада с нарастващото търсене от страна на инвеститорите на по-широки възможности за инвестиране в условия на продължителна ниска възвръщаемост.

Рискове за финансовата стабилност възникват, когато е налице голямо несъответствие между ликвидността на тези активи и ликвидността, която политиката за обратно изкупуване на фонда предлага на инвеститорите. В сравнение с инвестиционните фондове, които инвестират в ликвидни активи и при които само голям брой обратни изкупувания би оказал влияние върху пазарните цени, задължението (под условие на възможността инвестиционният фонд да спре временно обратните изкупувания) за продажба на дори и малко количество по-нисколиквидни активи може бързо да доведе до силно влошаване на пазарния спад. Наличието на чести възможности за обратно изкупуване е особено проблематично, ако доведе до това инвеститорите да надценят ликвидността на държаните от инвестиционните фондове активи. Това може да доведе до принудителни продажби например от инвеститори с висок ливъридж.

Ако се осигури структурно съгласуване между политиката за обратно изкупуване на инвестиционен фонд от отворен тип и ликвидния профил на активите му, това би трябвало да намали рисковете, свързани с панически продажби. Когато инвестират значително в по-нисколиквидни активи, управляващите дружества имат няколко възможности. Що се отнася до активите например, ако бъде определена граница на дела по-нисколиквидни активи, в които управляващото дружество може да инвестира, това би подобрило способността му да изкупува обратно, дори в условия на пазарни сътресения. Осигурявайки наличието на достатъчно ликвидни активи, това би отслабило „преимущество на първия“ и риска от масово изтегляне. Освен че решава проблема с прекомерните ликвидни несъответствия на равнището на отделния фонд, то би намалило и мащаба на колективното разпродаване и риска от панически продажби. И накрая, така би намалила вероятността за настъпване на системно събитие и неговата сериозност.

Подобряването на способността на даден инвестиционен фонд да посрещне искания за обратно изкупуване в условия на пазарно сътресение намалява също така и вероятността от временно спиране на обратните изкупувания. Повишаването на структурната устойчивост на инвестиционните фондове би предотвратило прекомерната зависимост от д-ИУЛ, тъй като част от медийните коментари посочват специално потенциалния страничен ефект от самия инструмент на временно спиране на обратното изкупуване⁽¹⁾.

Що се отнася до задълженията, управляващите дружества могат да приложат политики за обратно изкупуване и да намалят честотата на предлаганите от фонда обратни изкупувания и/или да наложат периоди на предизвестие за инвеститорите, които желаят да изтеглят средствата си от него. В случай на необичайно равнище на изходящите потоци ограничаването на обратното изкупуване би осигурило на управляващото дружество повече време за ликвидиране на активи, така че да може да посрещне исканията за обратно изкупуване. То също така би дало на пазара повече време да намери решение на базисния проблем. Възможно е също опасенията да се разнесат от само себе си с течение на времето (като например в случая с фондовете, инвестиращи в недвижими имоти в Обединеното кралство). В някои случаи може да се допусне някаква форма на широка намеса от страна на компетентните органи, която да спомогне за облекчаване на непосредственото базисно сътресение. В случая с периодите на предизвестие това, че предвидително е известна датата, на която е дължимо плащането, осигурява на инвеститора някаква възможност за планиране на собствените му ликвидни позиции, каквато няма при временното спиране на обратното изкупуване.

Фондовете за недвижими имоти са пример за фондове, при които може да се появи голямо ликвидно несъответствие. В типичния случай те инвестират в по-нисколиквидни базови активи и са изложени на опасност от значителни ликвидни несъответствия, ако имат структура от отворен тип. Съчетанието от ликвидни несъответствия и използване на ливъридж може да породи системни рискове. Първите, поискали обратно изкупуване, може да се възползват от „преимството на първия“ и да предизвикат масово изтегляне на инвеститори, тъй като тези инвестиционни фондове имат малко налични ликвидни активи, с които да посрещнат обратно изкупуване. Заради ливъридж обратното изкупуване може да принуди управляващото дружество да продаде по-голяма част от портфейла и това да засегне цените на активите. В крайна сметка тези инвестиционни фондове може да засилят и разпространят рискове в останалата част на финансовата система.⁽²⁾ В случая с фондовете, инвестиращи в недвижими имоти в Обединеното кралство, временното спиране на обратното изкупуване помогна за избягване на мащабни и бързи продажби на търговски недвижими имоти (ТНИ) след референдума за членството на Обединеното кралство в Европейския съюз (вж. Каре 3). Както обаче изтъкна Bank of England, все още може да възникне базисна уязвимост от ликвидни несъответствия между активите и пасивите на инвестиционните фондове. Бъдещи сътресения на пазара на ТНИ могат да предизвикат цикли на обратно изкупуване, временно спиране на обратното изкупуване и продажби на намалена цена.

⁽¹⁾ За примери за потенциалните странични ефекти, свързани с актуалната динамика във фондове, инвестиращи в недвижими имоти в Обединеното кралство, вижте <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-11/the-week-brex-it-got-real-for-investors-in-frozen-property-funds> или <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>, гледан към ноември 2017 г.

⁽²⁾ Bank of England, „Доклад за финансовата стабилност – ноември 2016 г.“ (Financial Stability Report – November 2016).

Каре 3: Фондовете за недвижими имоти – случаят с фондовете, инвестиращи в недвижими имоти в Обединеното кралство

Фондовете за недвижими имоти в Съюза имат различни особености. В типичния случай фондовете за недвижими имоти инвестират в по-нисколиквидни активи като имоти, имуществени права и дялове в основния капитал на дружества за недвижими имоти. В някои държави са разрешени само фондове за недвижими имоти от затворен тип. При тях инвеститорите могат да поискат обратно изкупуване на дяловите единици само на предварително определени падежни дати и, в нормалния случай, само на датата, на която изтича срокът на инвестиционния фонд. В други държави правилата на инвестиционните фондове и документацията по офертата на структурите от отворен тип дават на инвеститорите право да искат по-често обратно изкупуване на дяловите им единици във фонда. Това може да доведе до трансформация на ликвидност в големи размери, особено ако тези инвестиционни фондове предлагат ежедневно или ежеседмично обратно изкупуване.

Пример за проблемите, свързани с фондовете за недвижими имоти, беше наблюдаван в Обединеното кралство след референдума за ЕС на 23 юни 2016 г. От юли до декември 2016 г. няколко от 19-те лицензирани колективни инвестиционни схеми (КИС) в Обединеното кралство ⁽¹⁾, инвестиращи в недвижими имоти, приложиха някакъв вид специална мярка за ликвидност. Имотният пазар в Обединеното кралство се характеризираше със спад на стойността и обратни изкупувания от инвестиционните фондове за период от около осем месеца преди референдума и резултатът в полза на напускане на ЕС предизвика увеличение на исканията от страна на инвеститорите за обратно изкупуване. 15 инвестиционни фонда, които предлагаха ежедневно търгуване, бяха изправени пред съвкупни обратни изкупувания в размер на 4,1 % от нетната стойност на активите, а в един от случаите размерът достигна 8 % от нетната стойност на активите. Същевременно 10 инвестиционни фонда внесоха корекции на цената по справедлива стойност между 4 % и 15 %.

Засегнатите инвестиционни фондове възприеха различни подходи към прилагането на инструменти за управление на ликвидността. През първата седмица на юли шест инвестиционни фонда, предлагащи ежедневно търгуване, с общ размер на активите около 14,6 млрд. британски лири, временно спряха обратното изкупуване, като три от тях бяха приложили и корекция на цената по справедлива стойност. Един инвестиционен фонд възобнови търгуването с въвеждане на корекция срещу понижаване на стойността, отразяваща необходимото намаление на цената, за да могат да бъдат продадени бързо редица имоти. Останалите управляващи дружества не възобновиха обратното изкупуване, докато не прецениха, че има достатъчна яснота по оценяването на активите. Правилата на органа за контрол върху финансовата дейност в Обединеното кралство изискват управляващото дружество да преразглежда най-малко на всеки 28 дни основанията за временно спиране на обратното изкупуване, но не определя максимален срок, в който може да се поддържа мярката.

От средата на юли насетне равнищата на исканията за обратно изкупуване започнаха да се връщат към нормалното. Инвестиционните фондове, които бяха спрели временно обратното изкупуване, започнаха постепенно да възобновяват търгуването. Последните от тях го сториха в средата на декември. Инвестиционните фондове, предлагащи обратни изкупувания на месечна или тримесечна основа, или въобще не бяха изложени на по-високи от обичайното равнища на искания за обратно изкупуване, или успяха да осигурят наличието на достатъчно парични средства и други ликвидни активи, за да посрещнат търсенето.

Този случай оказва въздействие върху някои инвестиционни фондове със свързани дялови единици, но нямаше верижно разпространение към други класове активи. Временното спиране на търгуването засегна някои инвестиционни фондове с дялови единици, инвестирани в КИС, за да имат експозиция към недвижими имоти като клас активи. Петдесет и девет от тези инвестиционни фондове с общ размер на управляваните активи 2 млрд. британски лири бяха инвестирани в КИС, които приложиха временно спиране на търгуването. В някои случаи това засегна способността им да посрещнат недоговорни задължения, включително изтегляне на застраховки или трансфери, макар да не оказва въздействие върху изплащането на обезщетения при падеж или при смърт на застрахованите.

Bank of England изтъкна рисковете от верижно разпространение в своя „Доклад за финансовата стабилност“ от юли 2016 г. ⁽²⁾. Естеството на пазарното събитие обаче намали риска то да окаже системно въздействие. Стърсението не беше мащабно кредитно събитие, а преди всичко специфично за Обединеното кралство събитие, засягащо цените на недвижимите имоти. Освен това въздействието от обратното изкупуване при фондовете с ежедневно търгуване беше добре овладяно чрез използването на инструменти, с които инвестиционните фондове вече разполагаха. Също така, стойността на засегнатите инвестиционни фондове беше малка – като управлявани активи лицензираните КИС за недвижими имоти представляваха около 2,7 % от инвестиционните фондове от отворен тип в Обединеното кралство (949,7 млрд. британски лири). Сумарно всички инвестиционни фондове от отворен тип държат около 35 млрд. британски лири в търговски недвижими имоти, т.е. под 10 % от пазара (683 млрд. британски лири).

⁽¹⁾ Тези фондове са АИФ по смисъла на Директива 2011/61/ЕС, но подлежат на лицензиране и регулиране по законодателството на Обединеното кралство.

⁽²⁾ Bank of England, „Доклад за финансовата стабилност – юли 2016 г.“ (Financial Stability Report – July 2016).

Друг пример е, когато облигационни фондове инвестират в ценни книжа от спекулативен клас или без присъден кредитен рейтинг и това може да доведе до съществени ликвидни несъответствия. През декември 2015 г. голям фонд за високодоходни облигации от САЩ обяви, че ликвидира портфейла си и спира временно обратното изкупуване. Управляващото дружество прецени, че искания на инвеститорите за обратно изкупуване в условия на общо намаление на ликвидността на пазарите с фиксирана доходност биха означавали невъзможност да се наберат достатъчно парични средства, за да бъдат посрещнати, без да бъдат продадени активи на намалена цена, което би ошеетило оставащите акционери. Това беше следствие от присъщата ниска ликвидност на активите, държани от инвестиционния фонд, например корпоративни облигации с рейтинг ССС или по-нисък, или въобще без присъден рейтинг (известни още като проблемни ценни книжа), съчетана с ниско равнище на парични средства и други ликвидни активи.

В повечето инвестиционни фондове в Съюза няма големи ликвидни несъответствия. За фондовете, инвестиращи в капиталови инструменти, например се смята, че извършват ограничено трансформиране на ликвидност, ⁽¹⁾ тъй като повечето котираны акции се смятат за достатъчно ликвидни дори и в условия на сътресение. Подобно на това, данните за облигационните фондове изглежда сочат компромис между ликвидност и матуриретна трансформация. ⁽¹⁾ Инвестиционните фондове, които се съсредоточават върху по-нисколиквидни корпоративни дългови инструменти, като цяло инвестират в ценни книжа с по-кратък от средния матурирет, а инвестиционните фондове, инвестиращи в по-ликвидни държавни облигации, по-скоро избират по-дългосрочни активи. По принцип инвестиционен фонд, инвестиращ в дългосрочни ликвидни активи, може да ги продаде по всяко време, а фонд, инвестиращ в краткосрочни по-нисколиквидни активи би трябвало да може да подновява често портфейла си, ограничавайки по този начин трансформирането на ликвидност. ⁽²⁾

Противно на това най-големите падежни несъответствия се наблюдават при АИФ от отворен тип, които инвестират в същностно по-нисколиквидни активи. Специално фондовете за недвижими имоти представляват 5 % от инвестиционните фондове в Европа (658 млрд. евро), като повечето са от отворен тип и са изложени на ликвидни несъответствия, както показва изданието на ЕССР „Монитор на нерегулацията на банковия сектор“ (Таблицы 1 и 2). Секторът на фондовете за недвижими имоти също така е придобил по-голяма значимост през последните години, като за две години управляваните активи са се увеличили с 34 % (до четвъртото тримесечие на 2016 г.) спрямо 19 % за целия сектор на фондовете. „Монитор на нерегулацията на банковия сектор“ на ЕССР показва също, че хедж фондовете (436 млрд. евро) извършват трансформиране на ликвидност в зависимост от стратегията си. В сравнение с това кредитните фондове са все още зараждащ се сектор (26 млрд. евро).

Таблица 1

Трансформиране на ликвидност от инвестиционните фондове

Тип фонд	Облигационни фондове	Хедж фондове	Фондове за недвижими имоти	Борсово търгувани фондове	Фондове за дялово участие
	●	●	●	●	○

Значение на цветовете: ● = силно изразено; ● = средно изразено; ● = слабо изразено; ○ = слабо вероятно или незначително

Таблица 2

Активи на инвестиционните фондове в еврозоната (трлн. евро)

	Декември 2014 г.	Юни 2015 г.	Декември 2015 г.	Юни 2016 г.	Декември 2016 г.	Март 2017 г.	Април 2017 г.
Облигационни фондове	3,06	3,31	3,19	3,32	3,36	3,51	3,54
Фондове, инвестиращи в капиталови инструменти	2,55	2,89	2,82	2,70	2,95	3,15	3,17
Хедж фондове	0,42	0,48	0,47	0,49	0,42	0,43	0,44
Смесени фондове	2,24	2,57	2,64	2,71	2,81	2,93	2,97

⁽¹⁾ Вж. ЕССР, „Монитор на нерегулацията на банковия сектор в ЕС“, № 2, 2017 г.

⁽²⁾ Вж. ЕССР, „Монитор на нерегулацията на банковия сектор в ЕС“, № 1, 2016 г.

	Декември 2014 г.	Юни 2015 г.	Декември 2015 г.	Юни 2016 г.	Декември 2016 г.	Март 2017 г.	Април 2017 г.
Фондове за недвижими имоти	0,48	0,50	0,57	0,61	0,64	0,66	0,66
Общо	9,30	10,37	10,38	10,62	11,12	11,64	11,77

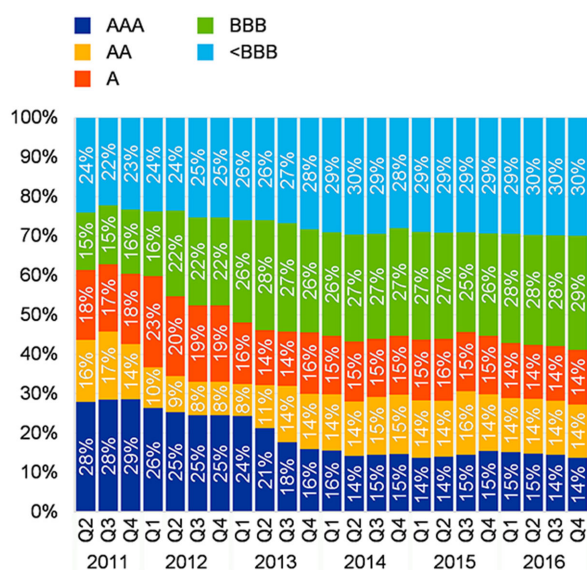
През последните няколко години се наблюдава тенденция някои облигационни фондове в Съюза, включително ПКИПЦК, да изместват разпределението на активите си от дългови ценни книжа с по-висок рейтинг към такива с по-нисък, в резултат на което са изложени на по-дълги матуритети и по-висок кредитен риск. По-специално, инвестиционните фондове с висока доходност имат дял от 19 % в активите на облигационните фондове и, както вече бе посочено, в зависимост от структурните и цикличните фактори на ликвидността на пазара не е изключено в някакъв момент инвестиционните фондове да бъдат изложени, най-малко временно, на ликвидни несъответствия. Поради отсъствието на хармонизирани данни на равнището на Съюза обаче е трудно да се измери доколко е съществен този проблем и какъв е потенциалният принос на ПКИПЦК за рисковете за финансовата стабилност (вж. Каре 4).

Каре 4: Потенциална експозиция на ПКИПЦК на ликвидни несъответствия

Директива 2007/16/ЕО изисква ПКИПЦК да инвестират предимно в ликвидни активи. Ликвидността на някои допустими активи обаче може да намалее в условия на пазарни сътресения, излагайки ги временно на ликвидни несъответствия. Това важи особено за облигационните фондове с висока доходност. В отговор на това МОКЦК неотдавна започна консултация дали фондовете, включително ПКИПЦК, трябва да разполагат с допълнителни механизми за управление на ликвидността. ⁽¹⁾

Облигационни фондове в Съюза: среден рейтинг на държаните активи

(процент от общите активи; последни данни – четвърто тримесечие, 2016 г.)



Източници: Thomson Reuters Lipper, ЕОЦКП и Standard & Poor's.

Обща закономерност, наблюдавана от 2009 г. насам, е, че някои облигационни фондове в Съюза изместват разпределението на активите си от дългови ценни книжа с висок рейтинг към такива с по-нисък, като същевременно увеличават дюрацията на портфейлите си. Макар че това изместване в стила на инвестиране се забави през последните няколко години, то все пак означава, че сега тези фондове са по-силно изложени на промени в доходността на облигациите. По-слабо ликвидните портфейли и по-малките наличности на парични средства може да доведат до това за фондовете да бъде по-трудно да ребалансират портфейлите си след големи искания за обратно изкупуване, т.е. без да предизвикат верижно разпространение на пазарите на облигации.

Въпреки свидетелствата за нараснало поемане на риск на фона на намаляла ликвидност на пазарите на облигации ⁽²⁾ отсъствието на подробна информация за активите на ПКИПЦК (напр. за ликвидността им) и за техните пасиви означава, че рискът за финансовата система не може да бъде подложен на задълбочена оценка. Както предвижда Препоръка Г, необходимо е управляващите дружества на ПКИПЦК да имат задължения за отчитане, за да се прави оценка на съществеността на риска. Това означава събиране и обмен на подробни и хармонизирани данни. Ако обаче аналитични данни покажат, че части от сектора на ПКИПЦК са изложени на значителни ликвидни несъответствия, може да стане необходимо преразглеждане на обхвата на Препоръка Б, така че да бъдат включени някои конкретни продукти на ПКИПЦК.

⁽¹⁾ МОКЦК, „Ликвидност и управление на риска във фондовете от отворен тип – добри практики и въпроси за обмисляне“ (IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration), доклад от консултация, юли 2017 г.

⁽²⁾ „Промяна в тенденциите – ликвидност на пазара и маркет-мейкинг при инструментите с фиксиран доход“ (Shifting tides – market liquidity and market-making in fixed income instruments), БМР, 2015 г.

СФС съветва⁽¹⁾ активите и инвестиционните стратегии на инвестиционните фондове да бъдат съгласувани с реда и условията за обратното изкупуване на дялови единици – още при създаването на фонда и на текуща основа (както за новите, така и за вече съществуващите инвестиционни фондове). При това трябва да се вземат предвид очакваната ликвидност на активите и поведението на инвеститорите както при нормални условия, така и при пазарни сътресения.

Допълнителните разпоредби в тази област следва да са в съзвучие със съществуващата рамка, определена от Директива 2011/61/ЕС, която вече изисква съгласуване на инвестиционната стратегия, ликвидния профил и политиката на обратното изкупуване на инвестиционните фондове и задава подходящи граници за управлението на ликвидността и стрес тестове. По-специално, според сегашния регулаторен режим ЛУАИФ трябва да са в състояние да докажат пред съответните си НКО, че са въведени подходящи системи за управление на ликвидността и ефикасни процедури. Въпреки това наблюдението на ЕССР въз основа на актуални данни е, че някои АИФ все още извършват значително трансформиране на ликвидност.⁽²⁾ Ето защо, ако това доказване стане задължително за инвестиционните фондове, инвестиращи в по-нисколиквидни активи, това би допринесло за постигане на целите на Директива 2011/61/ЕС, осигурявайки по-последователното ѝ прилагане. Би се насърчило използването на конкретни мерки при инвестиционните фондове, инвестиращи в по-нисколиквидни активи, като например прилагането на вътрешни ограничения за такива активи.

Значително трансформиране на ликвидност следва да се избягва. Някои държави членки са включили в националната си правна рамка специално разработени режими, установяващи условията, при които АИФ могат да управляват активи, считани за по-нисколиквидни, като например недвижими имоти или кредити. В становището си, адресирано до Европейския парламент, Съвета и Комисията⁽³⁾, ЕОЦКП твърди, че предоставящите кредити АИФ следва да бъдат учредени като фондове от затворен тип, без право на редовно обратно изкупуване на дяловите единици. Други държави са приели структурни мерки за премахване на риска от панически продажби, какъвто поражда големите по обем искания за обратно изкупуване. Така например, ако съществена част от портфейла е неликвидна, се изисква формата да бъде от затворен тип поради присъщите особености на държаните от КИС активи. Само управляващото дружество трябва да може да предлага на инвеститорите опцията да поискат изплащане през срока на АИФ, ако са изпълнени определени условия. Това трябва да става на фиксирани интервали, например според разпоредбите на Регламент (ЕС) 2015/760 на Европейския парламент и на Съвета⁽⁴⁾.

В настоящата препоръка на ЕОЦКП се препоръчва да състави списък от по-нисколиквидни по своята същност активи. В момента в разпоредбите няма определение на ликвидни и по-нисколиквидни активи (вж. Каре 5), макар че целта не е да се предложи такова определение, а по-скоро да се насърчи прилагането на последователен подход към изпълнението на споменатите по-горе разпоредби на Директива 2011/61/ЕС. В термина „по-нисколиквидни“ се отчита фактът, че такива активи рядко или никога не са изцяло неликвидни.

С оглед на необходимостта от междусекторна съгласуваност ЕОЦКП следва да се консултира с ЕБО и Европейския орган за застраховане и професионално пенсионно осигуряване (ЕОЗППО) при изготвянето на такъв списък. Когато регулаторен орган определи даден актив като ликвиден или по-нисколиквиден, това изпраща сигнал към участниците на пазара. Нещо повече, независимо от това кой продава актива (регулирано или нерегулирано предприятие, банка или небанкова институция), при условия на пазарно сътресение групата на купувачите е в общи линии една и съща. Поради това е желателно да има съгласуваност на регулаторните подходи.⁽⁵⁾

Списъкът на същностно по-нисколиквидните активи следва да включва активи, които при пазарно сътресение не могат лесно и бързо да бъдат превърнати в парични средства, без да загубят много от стойността си. При анализа на ликвидността на активите трябва да се вземе предвид, наред с всичко останало, времето, необходимо за ликвидирането им в условия на пазарно сътресение, без да се допусне голяма отстъпка в цената. При съставянето на този списък ЕОЦКП следва по-специално да обърне внимание на недвижимите имоти, нетъргуваните на фондовата борса ценни книжа (включително частни акции), заемите и други алтернативни активи. Активи, които при нормални пазарни условия могат да се продадат, без да се допусне голяма отстъпка в цената, не бива да се включват в списъка, тъй като препоръката има за цел преодоляването на структурни проблеми, породени от същностно по-нисколиквидни активи.

⁽¹⁾ СФС, „Препоръки за политики за преодоляване на структурни слабости от дейности по управление на активи“ (Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities), януари 2017 г.

⁽²⁾ ЕССР, „Монитор на нерегулирания банков сектор в ЕС“, ноември 2017 г.

⁽³⁾ ЕОЦКП, „Основни принципи за европейска рамка за издаване на заеми от фондовете“ (Key principles for a European framework on loan origination by funds), април 2016 г.

⁽⁴⁾ Регламент (ЕС) 2015/760 на Европейския парламент и на Съвета от 29 април 2015 година относно Европейски фондове за дългосрочни инвестиции (ОВ L 123, 19.5.2015 г., стр. 98).

⁽⁵⁾ Необходимостта от сътрудничество между регулаторните органи по тези въпроси, изглежда, е ясно призната (напр. член 46, параграф 3 и член 11, параграф 15 от Регламент (ЕС) № 648/2012 на Европейския парламент и на Съвета от 4 юли 2012 година относно извънборсовите деривати, централните контрагенти и регистрите на трансакции (ОВ L 201, 27.7.2012 г., стр. 1), който определя техники за редуциране на риска при договори за извънборсови деривати, чийто клиринг не се извършва от централен контрагент.

Когато инвестиционен фонд предлага експозиция на по-нисколиквидни активи, управляващото дружество може да има достъп до разпоредби, които може да приложи за преодоляване на ликвидния риск. ⁽¹⁾ В този случай управляващото дружество ще трябва да докаже пред съответния НКО както при създаването на инвестиционния фонд, така и на текуща основа (напр. в процеса на одобрение и след него при инвестиционен фонд, подлежащ на процедура за одобрение), че може да следва инвестиционната си стратегия при всякакви предвидими пазарни условия. Вземайки предвид всички приложими към инвестиционния фонд разпоредби и следвайки инвестиционната си политика, управляващите дружества имат на разположение различни начини да осигурят съгласуваност между инвестиционната си стратегия и профила на обратно изкупуване на инвестиционния фонд, както в етапа на разработването му, така и на текуща основа. ⁽¹⁾ Те включват:

- типа на фонда (напр. инвестиционен фонд от затворен тип, Европейски фонд за дългосрочни инвестиции – ЕФДИ);
- политиките за обратно изкупуване;
- инвестиционните политики, включително вътрешни ограничения за включени в списъка активи, буфер от ликвидни активи, диверсификация (на експозициите или контрагентите) и ограничения за размера на инвестиционния фонд спрямо базовия пазар;
- прилагането на д-ИУЛ;
- процесите за управление на ликвидния риск, включително например определяне на подходящи прагове, класифициране на активите в ликвидни категории, наблюдаване на концентрацията на инвеститори и очакваните закономерности в обратното изкупуване.

Използването по-специално на вътрешни лимити следва да се съобщава на НКО при създаването на съответните инвестиционни фондове. НКО трябва да бъдат уведомявани при всяка промяна на тези лимити и информацията да се предоставя на надзорните органи при поискване. Оповестяването пред инвеститорите също следва да се извършва въз основа на насоки, които да бъдат разработени от ЕОЦКП.

В някои случаи е възможно да се окаже несъразмерно бреме, особено за управляващите дружества на малки фондове, да доказват, че могат да се придържат към инвестиционната стратегия на фондовете. Затова на НКО трябва да бъде оставено известно право на преценка при разработването на механизъм, по който ЛУАИФ да доказват, че могат да се придържат към инвестиционната стратегия на инвестиционните фондове. При оценката на НКО могат да бъдат взети предвид например резултатите от стрес тестове.

В законодателството на Съюза няма единна дефиниция на пазарна ликвидност, въз основа на която може да бъде съставен списък на по-нисколиквидни активи. Всеки законодателен акт подхожда по различен начин към въпроса за ликвидността, в зависимост от своето предназначение (вж. Каре 5). Пример за подходите на национално равнище е даден в документа за консултация на Органа за контрол върху финансовата дейност относно неликвидните активи и инвестиционните фондове от отворен тип ⁽²⁾, където са посочени редица общи за неликвидните активи характеристики:

- те не се търгуват на организиран пазар;
- възможно е да е налице значително неравновесие между предлагане и търсене;
- вероятно е да отнеме време, докато купувачът и продавачът се споразумеят за цената и другите условия на сделката;
- оценката на актива е сложен процес;
- материалните активи типично се купуват и продават в тяхната цялост;
- поради тези фактори и други възможни усложнения като например ограничения върху прехвърлянето на собственост е възможно сключването на сделката да отнеме дълго време.

Каре 5: Ликвидността в законодателството на Съюза

По отношение на допустимите активи Директива 2007/16/ЕО изисква ПКИПЦК да инвестират предимно в ликвидни активи и изброява конкретни правила за допустимостта на прехвърлимите ценни книжа, инструментите на паричния пазар и дериватите. Като цяло, прехвърлимите ценни книжа и инструментите на паричния пазар могат да се смятат за ликвидни, ако са приети или търгувани на регулиран пазар. По-нисколиквидните инструменти не са изрично определени, но се смятат за недопустими инструменти съгласно Директива 2009/65/ЕО. Това важи особено за активи като физически стоки и недвижими имоти.

⁽¹⁾ МОКЦК, „Ликвидност и управление на риска във фондовете от отворен тип – добри практики и въпроси за обмисляне“ (IOSCO, Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration), доклад от консултация, юли 2017 г.

⁽²⁾ ОКФД, дискуссионен материал „Неликвидни активи и инвестиционни фондове от отворен тип“ (Illiquid assets and open-ended investment funds), (DP 17/1), февруари 2017 г.

Понятието ликвидност се споменава в още няколко правни акта на Съюза, посочени по-долу.

- Съгласно Регламент (ЕС) № 909/2014 на Европейския парламент и на Съвета ⁽¹⁾ централен депозитар на ценни книжа инвестира единствено в парични средства или във високоликвидни финансови инструменти с минимален пазарен и кредитен риск. Регламент (ЕС) № 909/2014 обаче не дава ясно определение на ликвидността, а вместо това препоръчва ЕОЦКП, ЕБО и ЕСЦБ да разработят проекти на регулаторни технически стандарти, определящи финансовите инструменти, които могат да бъдат считани за високоликвидни.
- Регламент (ЕС) 2017/1131 на Европейския парламент и на Съвета относно фондовете на паричния пазар ⁽²⁾ предвижда прагове за ликвидност за активи, за които може да се смята, че осигуряват дневна или седмична ликвидност, макар да не дава изрична дефиниция за ликвидност. Регламент (ЕС) 2017/1131 се опира на съображението, че ранен матурирест на активите допринася за това да се осигури възможността инвеститорите да получат обратно парите си.
- Директива 2014/65/ЕС на Европейския парламент и на Съвета ⁽³⁾ включва разглеждане на методологията, използвана за изчисление на ликвидността при некапиталови финансови инструменти като например облигации. ЕОЦКП разглежда два алтернативни метода за изчисляване на ликвидността – подхода инструмент по инструмент и подхода по категории финансови инструменти. В крайна сметка в своя регулаторен технически стандарт за изчисляване на ликвидността на облигации ЕОЦКП прие подхода инструмент по инструмент.
- Регламент (ЕС) № 575/2013 на Европейския парламент и на Съвета ⁽⁴⁾ определя ликвидните активи за целите на ликвидните буфери на кредитните институции като само свободно прехвърлими активи, които могат бързо да бъдат превърнати в парични средства на частните пазари без значителна загуба на стойността. Регламентът разграничава активи с изключително висока ликвидност и кредитно качество (активи от първо ниво) и активи с висока ликвидност и кредитно качество (активи от второ ниво). Активите от първо ниво включват парични средства, депозити в централните банки, облигации, емитирани или гарантирани от правителства от Съюза, както и обезпечени облигации, които отговарят на определени условия. Активите от второ ниво включват държавни облигации на трети държави и облигации, емитирани от институции от публичния сектор, както и обезпечени и корпоративни облигации според кредитното им качество. Към тях се причисляват също така висококачествени секюритизации и акции, включени в основен борсов индекс.

Подходът на Комисията по ценните книжа и борсите (SEC) на САЩ може да послужи за полезна основа за разработването на методология на Съюза за оценка на ликвидността и съставяне на списък на по-малко ликвидните активи. Според подхода на SEC „неликвидността“ на държаните активи се определя не в абсолютен смисъл, а при отчитане и на размера (напр. на държаните от инвестиционния фонд активи). Вж. Каре 6 по-долу.

Каре 6: Комплексна оценка на ликвидността на Комисията по ценните книжа и борсите

SEC разглежда въпроса за ликвидността в едно свое неотдавнашно решение ⁽⁵⁾, с което се въвеждат изменения в оповестяването на ликвидния риск от инвестиционни фондове от отворен тип. Решението представя нова схема за класификация на ликвидността, която определя ликвидността на дадена инвестиция въз основа на броя дни, в рамките на които тя може да бъде превърната в парични средства, без значително да се промени пазарната ѝ стойност. По-специално, според SEC класифицирането на дадена инвестиция като неликвидна означава, че инвестиционният фонд не може разумно да очаква да я продаде в рамките на седем календарни дни, без да предизвика значителен ефект върху пазарната ѝ стойност. Освен това SEC изисква инвестиционният фонд да вземе предвид размера на позицията си и дълбочината на пазара, на който се търгува инвестицията, когато определя дали дадена инвестиция е ликвидна или неликвидна.

Решението на SEC изисква управляващите дружества да подлагат на оценка и преглед своя ликвиден риск най-малко веднъж годишно, въз основа на редица фактори: стратегия, парични потоци, парични наличности и съображения, свързани с борсово търгуваните фондове. Основанието за този преглед е опасението на SEC, че формалистичният подход може да доведе до това ликвидността да се оценява по начин, който не отразява правдиво способността на даден фонд да разпродаде портфейла си (или част от него), за да посрещне обратни изкупувания, без да повлияе върху пазара.

⁽¹⁾ Регламент (ЕС) № 909/2014 на Европейския парламент и на Съвета от 23 юли 2014 година за подобряване на сетълмента на ценни книжа в Европейския съюз и за централните депозитари на ценни книжа, както и за изменение на директиви 98/26/ЕО и 2014/65/ЕС и Регламент (ЕС) № 236/2012 (ОВ L 257, 28.8.2014 г., стр. 1).

⁽²⁾ Регламент (ЕС) № 2017/1131 на Европейския парламент и на Съвета от 14 юни 2017 г. относно фондовете на паричния пазар (ОВ L 169, 30.6.2017 г., стр. 8).

⁽³⁾ Директива 2014/65/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 15 май 2014 г. относно пазарите на финансови инструменти и за изменение на Директива 2002/92/ЕО и на Директива 2011/61/ЕС (ОВ L 173, 12.6.2014 г., стр. 349).

⁽⁴⁾ Регламент (ЕС) № 575/2013 на Европейския парламент и на Съвета от 26 юни 2013 г. относно пруденциалните изисквания за кредитните институции и инвестиционните посредници и за изменение на Регламент (ЕС) № 648/2012 (ОВ L 176, 27.6.2013 г., стр. 1).

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

Освен това SEC изисква от инвестиционните фондове да вземат предвид „съображения, свързани с пазара, търгуването и спецификата на инвестицията“, когато класифицират ликвидността на портфейла си, но не дава подробности по тези аспекти.

Така например, за някои ценни книжа с фиксиран доход честотата на търгуване често е ниска. Това обаче не означава непременно, че ценната книга е неликвидна и инвестиционният фонд може все пак да е в състояние да я продаде разумно бързо. По-надеждни оценки могат да се получат, ако се приложи целият диапазон от показатели, предложени от SEC ⁽¹⁾. Този вид комплексни оценки на ликвидността могат да включват фактори, които се основават на характеристиките на ценните книжа по отношение на особеностите на актива, пазара и портфейла, както е описано подробно по-долу.

- Особеностите на актива се основават на структурата му. Колкото по-трудно е да се оцени дадена ценна книга и колкото по-малко съответства тя на стандартите, толкова по-малко неликвидна ще бъде. Освен това при продуктите с фиксиран доход върху ликвидността може да окажат влияние фактори като матуритет, рейтинг и дата на емитиране.
- Пазарните фактори са свързани с емитирането и вторичния пазар на актива. В типичния случай колкото повече са пазарите, на които може да се търгува ценната книга, толкова по-малко неликвидна ще е тя. Факторите, които се отнасят до качеството на пазара, включват също броя, разнообразието и качеството на участниците в него. Те могат да бъдат свързани и с разходите за търгуване на този пазар и да зависят от възможните разходи по ликвидиране, когато се работи в друга държава и валута.
- Факторите, свързани с търгуването, са измерители, които имат отношение към цената и обема на търговията с дадена ценна книга. За измерване на потенциалната неликвидност могат да се използват спредовете между курс „купува“ и курс „продава“, както и обемът и честотата на търгуване. Ретроспективните данни за обема например могат да послужат за приблизително пресмятане на максималния обем, който може да се използва за оценка на пазарния ефект от дадена сделка.
- Факторите, свързани с портфейла, са специфични за него измерители. Инвестиционните фондове трябва да вземат предвид размера на позицията си спрямо дневния обем на търговия и дължимите суми. Те трябва обаче и да отчетат взаимоотношението между активите и други активи от портфейла (напр. деривати). И на последно място, неликвидността може да е свързана с групирането на позиции в портфейла – това може да бъде причина за неликвидност, ако всички активи, държани от инвестиционния фонд, са много сходни и се търгуват на един и същи пазар.

Тъй като подходът на SEC може да послужи като полезна основа, на която да се опре бъдещо европейско определение на неликвидността, може би е желателно подходът на Съюза да се съгласува тясно с него. От гледна точка на политиката съгласуването би било още по-полезно, тъй като ако рамките в Съюза и САЩ са в общи линии сходни, това би представлявало ефикасен глобален стандарт, който може да се прилага при оценка на неликвидността на инвестиционните фондове.

II.2.2 Странични ефекти

Що се отнася до активите, прилагането на вътрешни лимити от управляващите дружества не би елиминирало напълно „предимството на първия“. Първите, поискали обратно изкупуване, може все така да се стремят да сложат ръка на ликвидни активи, за да не се озоват в капана на неликвиден инвестиционен фонд. Доколкото обаче наличието на ликвидни активи повишава доверието в капацитета на инвестиционния фонд да посрещне обратно изкупуване, рискът от масово изтегляне на инвеститори би трябвало като цяло да бъде намален.

Прилагането на вътрешно ограничение би могло ненужно да спъва способността на управляващото дружество да използва наличните ликвидни активи за посрещане на обратни изкупувания. Такъв е случаят например когато управляващото дружество не може да използва ликвидните активи, без да наруши вътрешното ограничение. Възможно е все пак да се прецени съществеността на този проблем. В контекста на Директива 2011/61/ЕС само по себе си надхвърлянето на лимита може да не налага действие от страна на ЛУАИФ, тъй като това зависи от фактите и обстоятелствата, както и от допустимите отклонения, установени от ЛУАИФ. Те задействат осъществяването на постоянен мониторинг или коригиращи мерки според обстоятелствата.

⁽¹⁾ Документът на SEC изброява девет фактора за класифицирането на портфейлни позиции в даден актив.

В най-лощия случай добавянето на даден актив в списъка може да окаже проциклично въздействие, задействайки продажбата на актива и причинявайки срив на цената. Може да се наложи управляващото дружество да продаде актива, за да изпълни нови вътрешни ограничения, или да предвиди негативна реакция на инвеститорите, предизвиквайки по този начин появата на проблема, който списъкът се предполага да редуцира. По същия начин стигматизирането на даден актив заради неговата неликвидност може да отблъсне някои инвестиционни фондове от това въобще да инвестират в него и това да има последици за функционирането на финансовите пазари. Поради тези причини списъкът би трябвало да включва само активи, които са по същността си по-нисколиквидни – характеристика, с която участниците на пазара трябва така или иначе да са наясно. Освен това инвеститори, които влагат средства в присъщо по-нисколиквидни активи, и без това биха очаквали от управляващите дружества да имат инвестиционна политика, която да е в съзвучие с политиката им на обратно изкупуване, както предвижда Директива 2011/61/ЕС. И накрая, ще бъдат необходими преходни разпоредби, когато даден актив бъде прибавен в списъка, за да се даде на управляващото дружество време да постигне съответствие и да избегне принудителни продажби.

Що се отнася до пасивите, намаляването на честотата на обратно изкупуване вероятно ще увеличи обема на сделките и това може да повлияе върху цените в условия на пазарно сътресение. Вместо да има редовни изходящи потоци, фондът ще събира голям брой заявки, които да бъдат изпълнени едновременно. Едно от възможните решения е да се предвиди период на предизвестие⁽¹⁾, за да се отрази очакваното време, необходимо за продажбата на базовите активи. Друг вариант е да се използва система за нареждане на опашка, така че да не се налага исканията за обратно изкупуване да бъдат изпълнени при следващия момент на оценка, след като са били приети от управляващото дружество. При това положение управляващото дружество ще може да изчисли дори още по-рано каква ликвидност е нужна за изпълнение на исканията за обратно изкупуване и ще може да започне да продава инвестиции според необходимостта. Така може да се намали рискът сделките да се извършат на цени при панически продажби.

И накрая, следва да се вземе предвид рискът от регулаторен арбитраж. Налице е риск: 1) за нерегулирани АИФ, които не попадат в приложното поле на Препоръката, и 2) ако управляващо дружество регистрира инвестиционен фонд като ПКИПЦК с цел да направи голяма инвестиция в актив, класифициран като присъщо по-слабо ликвиден, стига този актив да се счита за допустим за ПКИПЦК. Във втория случай обаче инвестиционният фонд ще бъде подчинен на правилата на Директива 2009/65/ЕО, които в редица отношения са по-строги от тези на Директива 2011/61/ЕС. Това намалява стимула за регистриране на ПКИПЦК с цел да се избегнат ограниченията, приложими към АИФ.

II.3 Препоръка В – Провеждане на стрес тестове

II.3.1 Икономическа обосновка и очаквани резултати

Микропруденциалните стрес тестове имат за цел да подобрят управлението на риска и портфейла на равнище отделен инвестиционен фонд и на равнище управляващо дружество. Тези тестове симулират екстремни или неблагоприятни, но все пак правдоподобни икономически и финансови условия, за да се проучат последиците от тях за резултатите на инвестиционния фонд и за способността му да изпълни искания за обратно изкупуване, дори при намалена нетна стойност на активите. Те осигуряват анализи на сценарии, чрез които да се вникне по-добре в рисковете, произтичащи от потенциални промени на условията на пазара, които биха могли да окажат неблагоприятно въздействие върху управляваните портфейли. При нормални пазарни условия стрес тестовете откриват потенциални слабости на инвестиционните продукти или стратегии и помагат на управляващите дружества да внесат корекции в управлението на риска по портфейла и да се подготвят за действия при криза. В периоди на криза стрес тестовете подпомагат приспособяването към характерните особености на кризата, нейното управление и оповестяването пред органа за реструктуриране. В този смисъл стрес тестовете са инструмент за управление на риска и за вземане на решения.

Инвестиционните фондове имат различни характеристики и всички те оказват влияние върху ликвидния риск на даден инвестиционен фонд и съответно върху съставянето на целесъобразен конкретно за него стрес тест. По отношение на активите характеристиките включват например основните пазари и инструменти, инвестиционната стратегия, времеви хоризонт, географския фокус, концентрации на портфейла, оборот по портфейла и типичен размер на сделките. По отношение на пасивите характеристиките включват инвеститорската база на инвестиционния фонд, която може да бъде от непрофесионални инвеститори, институционални инвеститори или съчетание от двете, всеки от тях с индивидуална структура на портфейла и нужди от ликвидност, евентуално със собствени регулаторни изисквания (банки, застрахователни дружества и пенсионни фондове) и съответно със свое специфично инвеститорско поведение. Концентрацията на тип инвеститори в даден инвестиционен фонд е особено важен фактор, защото високата концентрация може да доведе до големи едновременни искания за обратно изкупуване.

⁽¹⁾ Следва да се отбележи, че прилагането на период на предизвестие е свързано с практическите трудности поради забавянето между нареждането и неговото изпълнение. По специално фондовете, които следват някакъв бенчмарк, биха имали стимул да извършат сделките възможно най-близо до края на периода на предизвестие, за да постигнат максимален резултат, дори това да има неблагоприятно отражение върху пазара.

Като се има предвид хетерогенността на инвестиционните фондове, няма задължителни предписания за сценариите за стрес тестовете. Ето защо в момента параметрите, обхватът, честотата и сложността им варира в различните части на сектора. Въпреки това има някои целесъобразни и утвърдени подходи, обхващащи и двете страни на баланса. Стрес тестовете за страната на пасивите на даден инвестиционен фонд са симулации на обратни изкупувания. В типичния случай те се калибрират въз основа на анализ на стабилността на пасивите, която от своя страна зависи от типа инвеститори и от концентрацията на пасивите. Симулациите могат да включват реално случили се в миналото или хипотетични сценарии на обратно изкупуване, обратно изкупуване от най-големите инвеститори, обратно изкупуване, равностойно на най-голямото в историята, и анализ на пазарните тенденции и съпоставимите предприятия. Стрес тестовете би трябвало да обхващат също страната на активите на инвестиционния фонд, което означава симулация на ликвидността на активите на фонда при различни пазарни условия. Тази симулация разглежда способността на инвестиционния фонд да продаде активи, без това да окаже съществено влияние върху цената. Сценариите могат да включват намаление на търгуваните обеми на дадени инструменти или в дадени пазарни сегменти (понесени загуби вследствие на увеличение на спреда между курс „купува“ и курс „продава“), оценки на максималната възможна за един ден ликвидация или оценка на времето за ликвидация въз основа на разбивка на активите на инвестиционния фонд (например на категории според ликвидността им). Те би трябвало също така да вземат предвид взаимодействието между пазарния и ликвидния риск за съответните активи.

Очаква се насоки относно практиките при индивидуалните стрес тестове да намалят ликвидния риск на равнище инвестиционен фонд и на системно равнище и да засилят способността на субектите да управляват ликвидността в интерес на инвеститорите, включително да намалят периодите на неочаквано обратно изкупуване. Стрес тестовете са инструмент, който подпомага анализа на силните страни на вече въведените стратегии. Те също така би трябвало да открият слабостите в инвестиционната стратегия и да подготвят фонда за криза. Ако бъдат използвани правилно като инструмент за управление на риска и вземане на решения, стрес тестовете би трябвало да намалят ликвидния риск на равнището на отделния инвестиционен фонд и по този начин да допринесат за по-нисък ликвиден риск на системно ниво.

Насоките следва да преодолеят недостатъците на процедурите за стрес тестовете, както показва проучването на ЕССР на практиките в провеждане на стрес тестове. След предоставянето на насоки от ЕОЦКП субектите би трябвало да бъдат наясно с изискванията за минимално равнище на стрес тестовете и да преодолеят недостатъците, свързани с прилагането на твърде малко дисконтиране, с честотата на провеждане на стрес тестовете и с изработването на сценариите, както и с найновото използване на ретроспективните данни. Насоките показват, че честотата и замисълът на стрес теста трябва да се определят както от специфични за фонда, така и от специфични за управляващото дружество характеристики. Освен това те имат търсения ефект да задължават дружествата да използват при разработването на сценарии за стрес тестове такова равнище на тежест, с каквото е поне вероятно да се сблъскат на пазара. И накрая, поради хетерогенността на сектора на инвестиционните фондове сложността на стрес тестовете следва да бъде съобразена със специфичния рисков профил и профила на обратно изкупуване на инвестиционния фонд, без да се търси прекалено много съгласуване в сценариите на стрес тестовете. Насоките следва да допринесат за по-прецизни и целесъобразни стрес тестове на равнище отделен инвестиционен фонд, премахвайки в по-голяма степен съмненията за риска на системно равнище.

Препоръка В е в съответствие със задължението на ЕОЦКП да издаде насоки относно стрес тестовете във фондовете на паричния пазар, заложено в Регламент (ЕС) 2017/1131. Съгласно регламента ЕОЦКП има задължението да издаде насоки относно общи референтни параметри за сценариите, използвани при стрес тестовете.

Дружествата, управляващи инвестиционни фондове, трябва редовно да провеждат в тях стрес тестове. Провеждането на стрес тестове е задължително изискване за ПКИПЦК и АИФ, освен в случаите, когато АИФ е от затворен тип и не използва ливъридж или когато това не се счита за целесъобразно за ПКИПЦК (член 40, параграф 3 от Директива 2010/43/ЕС, член 16, параграф 1 от Директива 2011/61/ЕС и член 48 от Делегиран регламент (ЕС) № 231/2013). И за двата типа инвестиционни фондове стрес тестовете трябва да позволят на управляващите дружества да направят оценка на ликвидния риск при нормални и при извънредни ликвидни условия. В рамките на отчитането съгласно Директива 2011/61/ЕС резултатите от стрес тестовете трябва да се докладват на НКО и информацията да се предостави на ЕОЦКП и на ЕССР. Регламент (ЕС) 2017/1131 въвежда подробни задължения по провеждането на стрес тестовете за ФПП, които биха могли да бъдат полезни и за други типове инвестиционни фондове.

За ПКИПЦК задълженията за провеждане на стрес тестове не са така подробни, както за АИФ. Това отразява различните характеристики на активите и пасивите на ПКИПЦК (т.е. дефинициите за допустими активи, които трябва да бъдат ликвидни, и инвеститорската база, която е главно от непрофесионални инвеститори) и различните регулаторни изисквания.

Правилата за провеждане на стрес тестове за АИФ обаче са по-подробни и са заложиени в Делегиран регламент (ЕС) № 231/2013.

- a) Стрес тестовете трябва да симулират недостиг на ликвидност и нетипични искания за обратно изкупуване. Стрес тестът трябва най-малко да вземе предвид неотдавнашните и очакваните бъдещи искания за обратно изкупуване и да анализира времето, необходимо за изпълнението им. Той трябва също така да включва тест на пазарни фактори като например обменен курс, които могат да се отразят на кредитния профил на ЛУАИФ или на АИФ. Освен това подходът по отношение на стрес тестовете следва да включва чувствителност на оценката при неблагоприятни пазарни условия.
- b) Рисковият профил на АИФ, който е функция на инвестиционната стратегия, ликвидния профил, типа инвеститори и политиката по отношение на обратното изкупуване, определя честотата на стрес тестовете, като те трябва да се провеждат най-малко веднъж годишно. ЛУАИФ следва да действат в интерес на всички инвеститори в АИФ при разработването на АИФ и по отношение на адекватността на политиките и процедурите за управление на ликвидността, когато стрес тестовете покажат значително по-голям от очакваното ликвиден риск.

Проучване на ЕССР на практиките на управляващите фондове дружества за провеждане на стрес тестове показва, че повечето управляващи дружества в Съюза провеждат такива тестове редовно. Около 93 % от участниците в проучването на ЕССР управляващи дружества⁽¹⁾ провеждат редовно стрес тестове на всички управлявани от тях инвестиционни фондове и правят допълнителни стрес тестове (или поне имат капацитета да ги направят), когато настъпят съществени промени. Като се има предвид разнообразието на обхванатите типове управляващи дружества и фондове, проучването открило също значителни различия в честотата на провеждане на стрес тестовете, типовете сценарии, използвани от управляващите дружества, и нивото на сложност на тестовете (изброени по-долу):

- **Макар да се предполага, че честотата на провеждане на стрес тестове се определя основно от специфични за всеки фонд характеристики, едва малък брой управляващи дружества използват специфична за отделните инвестиционни фондове честота.** Те по-скоро прилагат специфична за управляващото дружество честота към всички управлявани инвестиционни фондове. Това важи дори за големи инвестиционни компании, които управляват много различни типове инвестиционни фондове. Голяма част от управляващите дружества, които използват специфична за отделните фондове честота на провеждане на стрес тестове, разграничават ПКППЦК и АИФ, вместо да използват различна честота за инвестиционните фондове с различни структури на портфейлите.
- **Голяма част от управляващите дружества използват по няколко ликвидни сценария, които типично представят различни пазарни условия.** Основна черта на всеки стрес тест е базовият сценарий, представляващ значително сътресение в пазарните условия. Тежестта на използваните стрес сценарии обаче варира в широки граници между различните управляващи дружества. За някои от сценариите е крайно съмнително дали реално изобщо представляват условия на пазарно сътресение. По отношение на активите прилаганото дисконтиране е понякога твърде малко и съответно не много подходящо за представяне на значителни промени в ликвидността на пазара. По отношение на пасивите инвестиционни фондове, които в миналото не са се сблъскали с натиск за обратно изкупуване, не бива да основават сценариите си за обратно изкупуване само на ретроспективни данни.
- **В съответствие със значителните различия между типовете управляващи дружества и инвестиционни фондове сложността на сценариите за стрес тестовете варира в широки граници между управляващите дружества.** Някои управляващи дружества използват прости хипотетични сценарии, неподкрепени от никакви данни, а други прилагат сложни статистически методи за разработването на специфични за инвестиционните фондове сценарии. По същността си целесъобразни сценарии за ликвидността са трудни за определяне. За разлика от пазарния риск, за който е налице изобилие от информация, моделирането на тест на ликвидния стрес е много по-сложно. По отношение на активите моделирането на ликвидния профил под стрес може да бъде изключително трудно, особено за активи, за които няма достъпни данни от сделки (напр. инструменти с фиксиран доход). По отношение на пасивите предвиждането на поведението на инвеститорите при условия на пазарно сътресение не е еднозначно и зависи от редица фактори, например от съотношението между институционални и непрофесионални инвеститори или от дела на клиентите, които не бързат да изтеглят инвестицията си. Проблемът е още по-силно изразен при ПКППЦК, защото управляващите дружества обикновено разполагат с малко информация за профила на инвеститорите в тях. Регулаторните аспекти, изглежда, играят само незначителна роля в моделирането на сценариите. Ето защо стрес сценариите се разработват според експозициите на различни класове активи и графика на обратно изкупуване, приложим за инвестиционния фонд.

⁽¹⁾ Главната цел на проучването на ЕССР беше да направи обзор на практиките на европейските мениджъри на активи по отношение на провеждането на стрес тестове, преди всичко за да анализира до каква степен стрес тестовете на отделните фондове обхващат стрес по отношение на ликвидността (т.е. способността на даден инвестиционен фонд да посрещне големи искания за обратно изкупуване). Проучването на ЕССР обхваща 274 управляващи дружества в Съюза и включваше въпроси за текущите практики на мениджърите на активи за управление на риска и стрес тестове.

Стрес тестът следва да се извършва при различни условия, например нетипични искания за обратно изкупуване и необичайно поведение на цените на активите, като могат да се вземат предвид и събития като неизпълнение на контрагент и други рискови фактори (напр. политически рискове). ЕОЦКП следва да издаде насоки за типа сценарии, които инвестиционният фонд трябва да разгледа при разработването на стрес тест. Сценариите следва да включват варианти, основани на ценовата динамика в миналото, както и хипотетични варианти. Ретроспективните сценарии моделират параметрите на стрес теста въз основа на предходна криза и изчисляват въздействието, което те биха оказали върху инвестиционния фонд. Тъй като е вероятно бъдещите кризи да са различни от миналите и тъй като е трудно да се възпроизведат прецизно минали кризи, стрес тестовете не бива да разчитат само на ретроспективни сценарии. Хипотетичните сценарии могат да се основават на икономически сътресения или на поведенчески характеристики на инвеститорите или управляващото дружество. Разработването на такива хипотетични сценарии следва да съответства на специфичната чувствителност на типа фонд и неговата стратегия.

Процедурата на провеждане на стрес тестове може да се завърши с обратни стрес тестове. Включването на обратни стрес тестове може да осигури полезна информация за поведението на даден инвестиционен фонд до момента на изпадането му в неизпълнение. По този начин се ограничава използването на ретроспективни сценарии и възможността за съставяне на хипотетични сценарии. Обратният стрес тест може да даде на управляващото дружество възможност да изследва задълбочено и да вникне в уязвимостите и да разреши проблема със съответните рискове.

В идеалния случай стрес тестовете трябва да се използват на всички етапи от срока на съществуване на фонда – от създаването му до ликвидацията, както и по отношение на всички вземани междуременно инвестиционни решения. Когато се създава инвестиционен фонд, стрес тестовете трябва да се използват за установяване и определяне на параметрите му (напр. рисков профил и толерантност към риск) и по-специално на взаимоотношението между ликвидността на базовите активи и честотата на възможните обратни изкупувания, включително в условия на пазарни сътресения. Стрес тестове могат да се използват също така, когато се обмислят евентуални корекции в инвестиционната стратегия на фонда, прилаганите от него ред и условия и инвестиционните му решения. Когато се формулира план за непредвидени обстоятелства за инвестиционния фонд при условия на сътресения на пазара, стрес тестовете могат да се използват за анализ на прилагането на различни инструменти за управление на ликвидния риск.

Времето и честотата на провеждане на стрес тестовете следва да отразява характеристиките на инвестиционния фонд, като например неговия размер, инвестиционна стратегия, базови активи, профил на инвеститорите и честота на възможните обратни изкупувания. При високооборотен портфейл или бързо променяща се инвеститорска база ликвидният профил и рискът вероятно ще бъдат по-променливи. Стрес тестовете следва да се използват по-често при такива обстоятелства, отколкото при инвестиционен фонд с по-стабилна инвеститорска база и дълги периоди на обратно изкупуване.

Честотата на стрес тестовете може да зависи от типа на използвания сценарий. Когато се използва ретроспективен сценарий, статистическите методи, прилагани за конструирането му, лесно могат да бъдат актуализирани с нови данни и параметри на стрес теста. Тъй като този процес нерядко е механичен, той може да се използва с по-голяма честота. Хипотетичните сценарии изискват по-индивидуална и съобразена с потребностите на фонда оценка на релевантните фактори, засягащи инвестиционния фонд и тъй като това изисква по-пространен анализ, такъв тип стрес тест може да се провежда по-рядко.

Тази препоръка няма за цел да обхване макропруденциалните стрес тестове. Макропруденциалните стрес тестове са област, която изисква по-нататъшно развитие. В момента ограничения в данните и моделирането пречат на използването на такива модели като ефективни надзорни инструменти. ЕССР понастоящем анализира ролята на макропруденциалните стрес тестове в оценката на рисковете за финансовата стабилност от страна на инвестиционните фондове.

II.3.2 Странични ефекти

Издаването на конкретни насоки за стрес тестовете може да доведе до това управляващите дружества да следват по-сходно/хармонизирано поведение и в крайна сметка до еднородно позициониране на активите на инвестиционните фондове (едностранно позициониране). Това може да увеличи риска от групово поведение в бъдеще и системния финансов риск. Освен това, особено при управляващите по-малки фондове дружества, наличието на повече насоки може да доведе до допълнителни стрес тестове и съответно по-високи разходи.

II.4 Препоръка Г – Отчитане на ПКИПЦК

II.4.1 Икономическа обосновка и очаквани резултати

Препоръка Г(1) – Отчетни задължения за ПКИПЦК и управляващи дружества на ПКИПЦК

В момента липсата на хармонизирана отчетна рамка във всички държави членки е препятствие пред задълбочената оценка и наблюдението на потенциалния принос на ПКИПЦК към рисковете за финансовата стабилност. Въпреки че много държави в рамките на Съюза установяват отчетни задължения за ПКИПЦК, резултатите от проучване показват, че практиките на отчитане се различават в голяма степен от гледна точка на периодичността на отчитането, обхванатите ПКИПЦК и отчитаните данни ⁽¹⁾. В резултат на това не е възможно да се агрегират национални данни и да се наблюдава развитието на обстоятелствата например за ликвидните и ливъридж рисковете при ПКИПЦК на равнището на Съюза.

Статистиката на ЕЦБ за инвестиционните фондове не е достатъчна, за да осигури задълбочена оценка и наблюдение на ликвидните и ливъридж рисковете при ПКИПЦК. Макар че статистиката на ЕЦБ дава възможност на регулаторните органи да наблюдават динамиката на сектора на инвестиционните фондове в еврозоната, използвайки информация за широки категории на активите и пасивите в баланса, включително разбивка по матурирети, обхванатата информация не е достатъчна за извършването на адекватна оценка на риска. Преди всичко, не са включени подробни данни за сделките с инструменти и за индивидуалните експозиции, а тези данни са необходими за адекватното оценяване на динамиката в ликвидността на портфейлите на ПКИПЦК. Освен това не могат да се наблюдават достатъчно добре тенденциите в използването на ливъридж, тъй като наличните данни позволяват да се изчисли само използването на финансов ливъридж (т.е. заемни средства). Няма по-изчерпателен измерител на ливъриджа, който да включва използването на ливъридж посредством деривати (т.е. синтетичен ливъридж). Освен това настоящата статистика на ЕЦБ не прави разграничение между ПКИПЦК и АИФ, което е важно за адекватното наблюдаване на рисковете, тъй като тези фондове функционират при много различни регулаторни режими.

Създаването на хармонизирана отчетна рамка за ПКИПЦК на равнището на Съюза би било ефективно от гледна точка на наблюдението и би могло да намали съществуващите недостатъци в отчитането и разходите както за компетентните органи, така и за сектора. От влизането в сила на Директива 2011/61/ЕС насам и НКО, и ЛУАИФ са усъвършенствали техническия си капацитет и са натрупали опит с въведената от нея изчерпателна отчетна рамка на равнището на Съюза. Доколкото една нова отчетна рамка за ПКИПЦК би била изградена върху съществуващите технически отчетни системи, полза от по-голямата синергия в отчитането ще имат както компетентните органи, така и дружествата, управляващи АИФ и ПКИПЦК, и управляващите дружества на ПКИПЦК с различни задължения за отчетност в различните държави.

При създаването на отчетна рамка за ПКИПЦК Комисията следва да има предвид, че ПКИПЦК работят при по-строг регулаторен режим от АИФ. Не толкова пространна отчетна рамка би била достатъчна за доброто наблюдение на свързаните с ПКИПЦК рискове за финансовата стабилност.

Комисията би трябвало също така да вземе предвид други текущи инициативи, които биха могли да окажат влияние върху подобно хармонизирано отчитане. Комисията следва да вземе под внимание становищата на ЕОЦКП и НКО относно това отчитане, както и евентуалните нови, алтернативни или изменени показатели за измерване на ливъриджа, по чието разработване в момента работи Международната организация на комисиите за ценни книжа. Наред с това трябва да бъдат взети предвид отчетните изисквания, изложени в Регламент (ЕС) 2017/1131 относно фондовете на паричния пазар.

Подробни изисквания за отчитане на характеристиките на ликвидността биха улеснили наблюдението на потенциален системен риск, произтичащ от трансформирането на ликвидност и ликвидни несъответствия в ПКИПЦК. ПКИПЦК са обект на подробни правила за допустимост на активите и поради това в типичния случай инвестират в по-ликвидни активи, макар че някои от тях може да инвестират и в по-нисколиквидни класове активи, например някои видове облигационни фондове (облигации от икономически от възникващите пазари или високодоходни облигации). Тъй като за ПКИПЦК има също така минимални изисквания за периодичността на обратното изкупуване, те може също да породят по-висок ликвиден риск. За тези ПКИПЦК при сегашната правна рамка продължава да съществува потенциален пропуск в данните, тъй като те не са задължени да се отчитат пред НКО като АИФ. Ето защо приложното поле на сегашната отчетна рамка не е всеобхватно (Директива 2011/61/ЕС и Директива 2009/65/ЕО) и не включва хармонизирани показатели за ликвиден риск, които да са информативни и лесни за конструиране и тълкуване. Това е особено важно за наблюдаването на динамиката от макропруденциална гледна точка и за агрегирането на индивидуалните мерки в отделните сектори и държави.

⁽¹⁾ Например в Люксембург Комисията за надзор на финансовия сектор (*Commission de Surveillance du Secteur Financier – CSSF*) въведе в началото на 2016 г. задължение за отчитане на рисковете в ПКИПЦК и изисква от целия сектор на ПКИПЦК да докладва на шестмесечна основа данни, свързани с редица фактори на риска като например ливъридж, риск от страна на контрагента, кредитен риск и ликвиден риск. Повече информация можете да намерите тук: <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/ucits/legal-reporting/>.

За да стане възможно наблюдаването на ликвидните несъответствия в ПКИПЦК, те трябва да бъдат задължени да отчетат данни и за активите, и за пасивите си. ЛУАИФ трябва да отчетат информация за ликвидния профил на своите АИФ и това осигурява полезна информация за оценката (от ЛУАИФ) на ликвидността на активите, в които са инвестирали АИФ, и за структурата на техните инвеститори. Това също следва да се използва за основа на подобно отчитане на ПКИПЦК и да бъде допълнено от докладване за наличието и използването на различни инструменти за управление на ликвидността, които са на разположение на ПКИПЦК. Други отчетани данни могат да включват например информация за размера на обратните изкупувания в ретроспективен план.

Събирането на други данни способства за задълбочена оценка на потенциалния принос на тези ПКИПЦК за финансовия/системния риск. По-специално, интересен е източникът на ливъридж, за да може да се направи подобаваща оценка на произтичащите рискове, например от използването на ливъридж от ПКИПЦК. ПКИПЦК трябва да предоставят също така, наред с всичко останало, информация за инвестиционната стратегия, търгуваните инструменти и отделните експозиции, профила на пазарен риск, риск от страна на контрагента, кредитен риск и ликвиден риск. Тази информация може да бъде показателна за риска от принудителни продажби, концентрация на контрагенти и взаимосвързаност с финансовата система като цяло. Следва да бъдат включени и категории деривативни позиции, техники и инструменти като споразумения за откупуване и трансакции за предоставяне в заем на ценни книжа. Много сходни изисквания са заложили в задълженията за отчетност в Директива 2011/61/ЕС и те могат да бъдат допълнени със специфични за ПКИПЦК аспекти като например ефективно управление на портфейла. ЛУАИФ трябва да предоставят информация за рисковия профил и за основните категории активи, в които инвестира АИФ, включително съответните големи, дълги и къси позиции в деривати. От тях обаче се изисква също да предоставят информация за източника на заемни парични средства. ⁽¹⁾

Важна за икономиката част от сектора на ПКИПЦК прилага стратегии, при които ливъриджът, включително синтетичният, е ограничен само косвено. Що се отнася до използването на финансов ливъридж посредством сделки за финансиране с ценни книжа или синтетичен ливъридж посредством експозиции към деривативни инструменти, ПКИПЦК могат да създават експозиции, изчислени съгласно подхода за задълженията, само до размер, равен на тяхната обща нетна стойност на активите (вж. Каре 16). Съгласно Директива 2009/65/ЕО обаче държавите членки могат да разрешат на ПКИПЦК да изчисляват глобалната си експозиция, като използват подхода на стойността под риск (VaR) или други усъвършенствани методологии за измерване на риска вместо подхода за задълженията ⁽²⁾. При такива инвестиционни фондове използването на ливъридж е ограничено само косвено посредством ограничения за пазарния им риск ⁽³⁾. С други думи, фондове, които използват подхода на абсолютната стойност под риск, са ограничени до абсолютна VaR, която не надвишава 20 % от нетната стойност на активите. От своя страна инвестиционни фондове, които прилагат подхода на относителната стойност под риск, са ограничени до не повече от двойния риск от загуба по даден VaR модел спрямо сходен портфейл, но без ливъридж. Важно е да се отбележи, че тези подходи на стойността под риск потенциално допускат по-висок ливъридж, отколкото подходът за задълженията, в зависимост от волатилността на базовите активи. Проучване на ЕССР, обхващащо 11 държави от Съюза, показва, че подгрупата ПКИПЦК, които прилагат подхода на стойността под риск за изчисляване на глобалната експозиция, биха могли да съставляват между 27 % и 50 % от сектора на ПКИПЦК в Съюза по нетна стойност на активите.

Съгласуваното отчитане на ливъриджа за всички ПКИПЦК и всички АИФ следва да бъде насочено към и да подпомага наблюдението над инвестиционните фондове, които не подлежат на ограничения на ливъриджа, в сектора на инвестиционните фондове в Съюза. СФС препоръчва компетентните органи да събират данни за ливъриджа в инвестиционните фондове, да наблюдават използването на ливъридж от онези от тях, които не подлежат на ограничения на ливъриджа или които могат да породят значителен ливъридж риск за финансовата система, и да предприемат мерки, когато е целесъобразно. Същевременно към Международната организация на комисиите за ценни книжа бе отправена молба да определи и/или разработи съгласувани измерители на ливъриджа в инвестиционните фондове, за да се постигне по-информативно наблюдение на ливъриджа за целите на финансовата стабилност и за да се осигури възможност за преки съпоставки между всички инвестиционни фондове в световен мащаб до края на 2018 г. ⁽⁴⁾ Следователно крайната цел следва да бъде хармонизирано отчитане на ливъриджа според съгласувани показатели за измерване, които се очаква да бъдат разработени/определени от Международната организация на комисиите за ценни книжа. Хармонизирането на отчетната рамка за ПКИПЦК и отчитането на ливъриджа на АИФ съгласно Директива 2011/61/ЕС следва да се развива в тази посока и да улесни наблюдението на инвестиционните фондове, които използват ливъридж, в рамките на сектора на инвестиционните фондове в Съюза като цяло. Следователно Комисията следва да разработи хармонизирана рамка за целия Съюз, която да обхваща ПКИПЦК и АИФ, отчитайки международното измерение и целта да се разработят еднакви подходи за различните методи на изчисляване на ливъриджа (метод на условния ливъридж, метод на брутния ливъридж и метод на задълженията). Това би улеснило и наблюдението на ливъриджа на ПКИПЦК, които работят при само косвени ограничения на ливъриджа.

⁽¹⁾ Вж. например Приложение IV към Делегиран регламент (ЕС) № 231/2013.

⁽²⁾ Вж. например член 41, параграф 3 от Директива 2010/43/ЕС.

⁽³⁾ Вж. КЕРЦК (ниво 3): „Насоки относно управлението на риска и изчисляването на глобалната експозиция и риска, свързан с контрагента, за ПКИПЦК“ (Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS), 28 юли 2010 г.

⁽⁴⁾ Вж. Препоръки 10 и 11 от СФС, „Препоръки за политики за преодоляване на структурни слабости от дейности по управление на активи“ (Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities), януари 2017 г.

Отчитането на ливъриджа в съответствие с метода на задълженията съгласно Директива 2011/61/ЕС изисква ПКИПЦК да добавят нетната стойност на активите си към експозицията си, измерена чрез метода на задълженията. Понастоящем между методите, които се използват за изчисляване на експозицията съгласно метода на задълженията, в директиви 2009/65/ЕО и 2011/61/ЕС има известни разлики. Докато Директива 2011/61/ЕС изисква от АИФ да изчисляват експозицията си по метода на задълженията като сбор на абсолютната стойност на всички позиции, ПКИПЦК са задължени да изчислят само допълнителните експозиции, генерирани от използването на ливъридж (вж. Таблица 3). Тъй като ПКИПЦК нямат право да вземат необезпечен заем за инвестиционни цели и правилата за изчисляване на експозицията посредством сделки за финансиране с ценни книжа и деривати наподобяват определените в Директива 2011/61/ЕС, методът на задълженията при ПКИПЦК може да се хармонизира с Директива 2011/61/ЕС, като ПКИПЦК бъдат задължени да добавят в експозицията си нетната стойност на активите.

В този смисъл новото отчитане на риска при ПКИПЦК следва да обхване също отчитането на стрес тестовете от ПКИПЦК. Това трябва да включва отчитане на резултатите от стандартизирани едномерни стрес тестове и също така да предоставя информация за собствените сценарии на стрес тестове, разработени от управляващите дружества, и съответните резултати.

Таблица 3

Изчисляване на експозицията на инвестиционен фонд по метода за задълженията

	Директива за ЛУАИФ	ПКИПЦК	
	Сегашен начин на изчисляване		Препоръчвани промени
Определение на експозиция	Сбор на абсолютните стойности на всички позиции	Допълнителни експозиции и ливъридж вследствие на използването на финансови деривати	Да се добави нетната стойност на активите
Финансов ливъридж	Многократно използване на заемни средства		
	По-високото от пазарната стойност на направената инвестиция или общия размер на зетите средства	Не е разрешено вземането на необезпечен кредит за инвестиционни цели	Няма
	Сделки за финансиране с ценни книжа		
	Пазарната стойност на полученото обезпечение (включително парични наличности) при реинвестиране	Пазарната стойност на полученото обезпечение (включително парични наличности) при реинвестиране	Няма
Нетен синтетичен ливъридж	Деривати		
	Сумата на пазарната стойност на еквивалентната позиция в базовия актив след отчитане на договореностите за нетиране и хеджиране	Сумата на пазарната стойност на еквивалентната позиция в базовия актив след отчитане на договореностите за нетиране и хеджиране	Няма

Препоръка Г(2) – Периодичност и обхват на отчетните задължения за ПКИПЦК и за управляващи дружества на ПКИПЦК

Данните, посочени в Препоръка Г(1), следва да се докладват на тримесечна основа от достатъчна и – от гледна точка на финансовата стабилност – релевантна част от всички ПКИПЦК и управляващи дружества на ПКИПЦК. Съставът на портфейлите на инвестиционните фондове, тяхната ликвидност и използването на ливъридж (особено посредством деривати) могат да бъдат изложени на значителни промени в краткосрочен план. Поради това е необходимо отчитане най-малко на тримесечие, за да се осъществява адекватно наблюдение и, когато е необходимо, да се реагира на събития, които биха могли да допринесат за натрупване на риск за финансовата система. Като се имат предвид различните инвестиционни стратегии и размери на ПКИПЦК и управляващите ПКИПЦК дружества, вероятно е да варира степента, в която отделни фондове или групи могат да допринесат за системния риск. От гледна точка на финансовата стабилност тримесечното отчитане от достатъчно подмножество ПКИПЦК и управляващи ПКИПЦК дружества би било достатъчно за целите на наблюдението и същевременно би ограничило общото бреме на отчетността върху сектора.

Подмножеството ПКИПЦК, които да представят отчети на тримесечие, следва да обхваща най-малко онези ПКИПЦК, които използват подхода на стойността под риск за измерване на общата си експозиция. Тъй като сключват сделки с деривати, тези ПКИПЦК като цяло използват по-сложни инвестиционни стратегии и е възможно да прилагат значително равнище на ливъридж. В допълнение към това подмножество ПКИПЦК Комисията следва да вземе под внимание и характеристики като размер на управляваните активи и евентуално инвестиционната стратегия и ликвидния профил, така че на тримесечие да предоставят отчети релевантна част от всички ПКИПЦК и управляващи ПКИПЦК дружества.

В по-общ план ефикасното наблюдение на динамиката и на потенциалното натрупване на рискове за финансовата стабилност в сектора на ПКИПЦК би изисквало достатъчна подгрупа от всички ПКИПЦК и управляващи ПКИПЦК дружества да отчетат достатъчен поднабор от данни най-малко веднъж годишно. Въвеждането на годишно отчитане за достатъчна част от сектора на ПКИПЦК в съчетание с наличните данни за АИФ би дало възможност да се наблюдава общата динамика в целия сектор на инвестиционните фондове в Съюза. Следва да се отбележи, че годишно отчитане би било в съответствие с минималната периодичност на отчитане, определена в Директива 2011/61/ЕС. Това би осигурило възможност рискът за финансовата стабилност, свързан със сектора на инвестиционните фондове – както ПКИПЦК, така и АИФ, да се наблюдава поне на годишна база. Би станало възможно също да се правят информативни съпоставки във времето между динамиката при ПКИПЦК и динамиката при АИФ, така че да могат да се откриват потенциални структурни изменения, които биха могли да допринесат за натрупване на системен риск.

Препоръчва се, когато определя за кои субекти да се отнася изискването за годишно отчитане, Комисията да вземе предвид общото количество управлявани активи на ПКИПЦК и управляващите ПКИПЦК дружества. Използването на УА за определяне на изискванията за отчитане е в съответствие със съществуващите практики за отчетни изисквания към ЛУАИФ. Когато определя за кои предприятия да се отнася изискването за годишно отчитане, Комисията може също така да вземе под внимание други характеристики, като например използването на ливъридж в ПКИПЦК, прилагания подход за изчисляване на общата експозиция и инвестиционната стратегия на ПКИПЦК.

Съгласно Директива 2011/61/ЕС периодичността на отчитане за ЛУАИФ може да се използва като бенчмарк при определянето на честотата на отчитане за ПКИПЦК и управляващите ПКИПЦК дружества, като се прилагат три отчетни категории (тримесечно отчитане, годишно отчитане или без отчитане). Сегашната периодичност на отчитане ⁽¹⁾ за лицензирани ЛУАИФ, управляващи АИФ в Съюза (съответстваща на периодичността за ПКИПЦК и управляващи ПКИПЦК дружества, които трябва да бъдат лицензирани и установени в ЕС) може да се резюмира, както следва:

- ЛУАИФ, които управляват АИФ с общ размер на УА под границата от 100 млн. евро, могат да изберат варианта да бъдат лицензирани и да докладват информацията на равнище управляващо дружество и на равнище АИФ на годишна база;
- ако общият размер на УА на ЛУАИФ надхвърля границата от 100 млн. евро, но е под 1 млрд. евро, ЛУАИФ има задължение за отчитане на шестмесечие и на равнище управляващо дружество, и на равнище АИФ, освен в случая на фондове с общ размер на УА над 500 млн. евро;
- ако общият размер на УА на ЛУАИФ надхвърля границата от 1 млрд. евро, ЛУАИФ има задължение за тримесечно отчитане и на равнище управляващо дружество, и на равнище АИФ.

⁽¹⁾ „Насоки относно задълженията за отчетност съгласно член 3, параграф 3, буква г) и член 24, параграфи 1, 2 и 4 от Директивата за ЛУАИФ“ (ESMA/2014/869EN). Следва да се отбележи, че в това резюме не е взета предвид периодичността на отчитане за АИФ, които инвестират в некотираните дружества и емитенти с цел придобиване на контрол – инвестиционна стратегия, която не може да бъде прилагана от ПКИПЦК.

Комисията може да се консултира с ЕОЦКП и НКО, за да установи разумен подход към определянето на подгрупата ПКИПЦК и управляващи ПКИПЦК дружества в съответните категории на отчитане. Консултирането на ЕОЦКП и НКО дава възможност да се използва наличният опит в отчитането по Директива 2011/61/ЕС, когато се разработва рамката за отчитане за ПКИПЦК и управляващи ПКИПЦК дружества. Следва да се отбележи, че при това Комисията – в сътрудничество с ЕОЦКП и НКО – може да обмисли и други цели освен наблюдението на рисковете за финансовата стабилност (като например защита на инвеститорите) и те да изискват по-често отчитане. След като веднъж бъде регламентирано, отчитането на ПКИПЦК и управляващите ПКИПЦК дружества следва да се преразгледа в определен срок след въвеждането му, за да се направи оценка на целесъобразността на обхвата и периодичността му.

Комисията трябва да се стреми да намери подходящо равновесие между постигането на максимална полза от засиленото наблюдение на риска и свеждането до минимум на разходите, които ще бъдат породени от новите изисквания за отчетност. В по-дългосрочен план всички държави вероятно ще бъдат облагодетелствани от наличието на рамка за отчетност за ПКИПЦК, която е сходна с техническите системи/структури на отчитането по вече действащата рамка за отчитане съгласно Директива 2011/61/ЕС. В краткосрочен план обаче преминаването към ново отчитане за ПКИПЦК и управляващите ПКИПЦК дружества ще породи разходи както за сектора на инвестиционните фондове, така и за надзорните органи. За компетентните органи краткосрочните разходи вероятно ще се различават, като потенциално най-голямо ще бъде бремето в държавите, където понастоящем няма задължения за отчетност. За сектора разходите по новата единна рамка за отчитане за ПКИПЦК вероятно ще варират значително между различните управляващи ПКИПЦК дружества. Така например управляващите дружества, които управляват ПКИПЦК в няколко държави, ще имат някои първоначални допълнителни разходи по отчитането, но ще бъде подобрена общата ефективност на отчитането и ще намалят разходите в сравнение със сегашното състояние на различни режими и изисквания за отчитане в различните държави. Подобно на тях, управляващите дружества, които управляват както ПКИПЦК, така и АИФ, ще имат само малки еднократни разходи и ще се отчитат за своите ПКИПЦК, използвайки наличните отчетни системи/структури за своите АИФ. Малки дружества, управляващи ПКИПЦК само в една държава, вероятно ще имат най-големи краткосрочни разходи по новия режим за отчитане за ПКИПЦК, тъй като повишаването на ефективността ще бъде в най-добрия случай слабо спрямо сегашната ситуация на отчитане. Новото докладване на риска ще включва допълнителни административни разходи и разходи за привеждане в съответствие, свързани с организацията на системата за отчитане, както и периодични разходи, свързани със съставянето на докладите. От друга страна, тези допълнителни разходи може да доведат до икономии от мащаб и потенциално да повлияят върху структурата на сектора.

Препоръка Г(3) – Хармонизирано отчитане и обмен на информация

НКО следва да бъдат задължени да споделят информацията, отчетена от ПКИПЦК и управляващите ПКИПЦК дружества, с други органи в Съюза, ЕОЦКП и ЕССР. Задължителното споделяне на информацията улеснява колективния анализ на потенциалния принос на ПКИПЦК за натрупване на системен риск и води до общи мерки. Освен това е възможно в даден момент едно или повече ПКИПЦК да представляват значим източник на риск от страна на контрагента за кредитна институция или друга системно важна институция в една или повече държави членки. Това потвърждава важността на наличието на адекватна рамка за споделяне на отчетената информация с други органи.

На Комисията се препоръчва да прилага наличните разпоредби и практики за споделяне на информация по Директива 2011/61/ЕС в новата рамка за отчитане за ПКИПЦК⁽¹⁾. Съгласно Директива 2011/61/ЕС НКО са задължени да обменят събраната информация за ЛУАИФ и АИФ с други органи, ЕОЦКП и ЕССР. От своя страна, обменът на информация между ЕОЦКП и ЕССР във връзка с данните, събрани съгласно Директива 2011/61/ЕС, се основава на меморандум за разбирателство. НКО на държавата членка по произход може също така да изиска допълнителна информация извън рамката за отчитане, периодично или в отделен случай, ако това бъде счтено за необходимо за ефективното наблюдение на системния риск. И накрая, съгласно Директива 2011/61/ЕС хармонизиращият обмен на информация е подкрепен също и от съставени от ЕОЦКП технически стандарти за изпълнение, в които се описват процедурите за обмен на информация между различни НКО и между тях и ЕОЦКП.

II.4.2 Странични ефекти

Една нова рамка за отчетност за ПКИПЦК поражда разходи, свързани със събирането на данни и с процесите на обмен на информация, които трябва да бъдат прилагани от управляващите дружества и НКО. Ето защо всеки опит за засилване на отчитането от ПКИПЦК и управляващите ПКИПЦК дружества трябва подобавашо да вземе под внимание принципа на пропорционалност и да се стреми към редуциране на свързаните разходи. По-специално, засилено отчитане от страна на ПКИПЦК може да натовари неоправдано по-малките участници в сектора. Следователно при определянето на изискванията за отчитане в рамката за отчитане за ПКИПЦК следва да се вземе предвид какъв е потенциалният принос на всеки инвестиционен фонд за натрупването на системен риск. В рамката за отчитане за ПКИПЦК следва да се обмислят други начини за намаляване на свързаните разходи и да се вземат предвид съществуващите отчетни рамки, за които вече са разработени технически стандарти от сектора и от компетентните органи. По-специално, тъй като редица

⁽¹⁾ Вж. например членове 50, 52 и 54 от Директива 2011/61/ЕС.

управляващи ПКИПЦК дружества притежават лицензи и като ЛУАИФ, а редица отчетни показатели вероятно ще бъдат сходни за ПКИПЦК и АИФ, разумно би било форматът на отчетната рамка за ПКИПЦК да се основава на съществуващата отчетна рамка по Директива 2011/61/ЕС. В отчетната рамка за ПКИПЦК следва също така да се вземат под внимание, доколкото е възможно, вече съществуващите изисквания за отчетност за тези инвестиционни фондове. По-специално, данните, които ЕЦБ събира за баланса на инвестиционните фондове вече включват подробна информация за техните активи и пасиви (вж. Регламент (ЕС) № 1073/2013 на Европейската централна банка⁽¹⁾). Тези данни обаче не са налични за целия Съюз и като цяло не са достатъчно подробни, за да осигурят вникване в ликвидния и ливъридж риск, свързан с инвестиционните фондове.

II.5 Препоръка Д – Насоки относно член 25 от Директива 2011/61/ЕС

II.5.1 Икономическа обосновка и очаквани резултати

Препоръка Д(1) – Оценка на системния риск, свързан с ливъридж

Управляващите инвестиционни фондове дружества са задължени да докладват на НКО подробни данни за всеки управляван от тях АИФ, който използва ливъридж. Данните, които могат да наброяват до 301 показателя, включват подробна информация за използването на ливъридж от инвестиционния фонд, за неговия размер, инвестиционни стратегии, основни експозиции, географска насоченост, собственост на инвестициите и концентрация, търгувани инструменти, пазарен риск, профил на риска от контрагента, ликвиден профил (включително профил на обратното изкупуване), операционни и други аспекти на риска. Следва да се отбележи, че АИФ със съотношение на ливъридж над три пъти размера на тяхната нетна стойност на активите, изчислен по метода на задълженията, се разглеждат като фондове със значително използване на ливъридж. Управляващите такива инвестиционни фондове дружества трябва да отчетат в добавка петте най-големи източника на заемни средства или ценни книжа.

Детайлизираните данни, с които НКО разполагат, подпомагат оценката на свързания с ливъридж системен риск, макар че позволяват широко разнообразие в националните подходи. Така например, отчетаните данни включват два измерителя на ливъриджа – брутен и нетен, като вторият отразява експозициите с ливъридж, които се използват за нетиране или хеджиране, а компетентните органи може би имат различни разбирания за използването и тълкуването на двата показателя. Освен това подробното отчитане дава възможност за разногласия между държавите по въпроса дали е необходимо включването в оценката на допълнителни данни освен използването на ливъридж. Възможно е също да има различия относно необходимостта да се подложи на оценка приносът на използването на ливъридж при АИФ за натрупването на системен риск.

Международният характер на сектора на АИФ изисква по-координиран подход към оценката на свързания с ливъридж системен риск и потенциалните мерки за редуцирането му. Като цяло АИФ поддържат презгранични инвестиции и връзки с финансови институции, затова потенциалното икономическо въздействие от намаляване на ливъриджа на инвестиционните фондове или от изпадането им в неплатежоспособност не е ограничено до държавата, където са установени. Освен това за управляващите дружества и/или техните инвестиционни фондове е сравнително лесно да се преместят в друга държава и това още повече потвърждава важността на по-координиран подход към оценките и потенциалните мерки за редуциране на риска.

За да осигури приемането от НКО на съгласуван подход към оценката дали са изпълнени условията за налагане на свързани с ливъриджа мерки, ЕОЦКП следва като първа стъпка да предостави насоки относно общ набор от показатели. Тези насоки биха подпомогнали ефикасното използване на изобилието от информация, с която НКО разполагат по силата на Директива 2011/61/ЕС и биха ги насърчили да подлагат на оценка степента, в която използването на ливъридж в сектора на АИФ допринася за натрупването на системен риск. За да се приведат в действие мерки на политиката съгласно член 25 от Директива 2011/61/ЕС, включително макропруденциални ограничения на ливъриджа или други ограничения, наложени на управляващите АИФ дружества, е необходима рамка за оценка дали мерките, прилагани на равнище инвестиционен фонд, ефикасно ограничават приноса на ливъриджа за увеличаването на системния риск в сектора на АИФ.

За да се подпомогне хармонизираното използване на показателите, на ЕОЦКП се препоръчва също така да издаде насоки относно тълкуването им. В момента ЕОЦКП е в процес на съставяне на набор от данни на равнище ЕС, който ще включва всички данни, докладвани на НКО на национално ниво съгласно Директива 2011/61/ЕС. Когато бъде готов, този набор от данни би следвало да даде на ЕОЦКП възможност да разработи количествени аспекти на тълкуването на показателите в рамката за оценка, например чрез изследване на основна обобщителна статистика на отделните показатели като средни, медиани, минимални и максимални отчетени стойности и тяхното разпределение.

⁽¹⁾ Регламент (ЕС) № 1073/2013 на Европейската централна банка от 18 октомври 2013 г. относно статистиката на активите и пасивите на инвестиционните фондове (ЕЦБ/2013/38) (ОВ L 297, 7.11.2013 г., стр. 73).

Рамката за оценка следва да включва показатели, които обхващат равнището, източника и различните употреби на ливъридж. Финансовият ливъридж чрез заемни средства или сделки за финансиране с ценни книжа увеличава риска за ликвидността на финансирането в инвестиционния фонд, тъй като е възможно да се увеличат разходите по кредитирането или изискванията за допълнително обезпечение. От своя страна използването на синтетичен ливъридж повишава чувствителността на фонда към сътресения на пазарите на деривати, както и риска изисквания за допълнително обезпечение, предизвикани от леки низходящи колебания на цените, да тласнат фонда към паническа продажба на активи.

Рамката следва да обхване в максимална възможна степен каналите, по които може да се материализира системният риск, както е обяснено по-долу.

- а) **Потенциален принос на отделните фондове и на сектора на АИФ като цяло към риска от панически продажби.** Профилът на обратно изкупуване на даден инвестиционен фонд е един от аспектите на риска от панически продажби. Ако приемат краткосрочни (особено ежедневни) искания за обратно изкупуване и кратки периоди на предизвестие, инвестиционните фондове са уязвими от масово изтегляне на инвеститори, което би могло да предизвика паническа продажба. Друг аспект на профила на обратно изкупуване на инвестиционния фонд е неговата инвеститорска база, като по-висока концентрация по тип инвеститори, особено в съчетание с кратка периодичност на обратното изкупуване, повишава риска от панически продажби, тъй като те могат да бъдат предизвикани когато дори само един или неколцина инвеститори решат да поискат изплащане на дяловете им. Друг аспект на риска от панически продажби е ликвидният профил на инвестиционния фонд. Ликвидността на портфейла на инвестиционния фонд е от ключово значение за способността му да посрещне искания за обратно изкупуване и/или допълнително обезпечение, без да трябва да продава по спешност активи. Капацитетът за ликвидиране на част от портфейла зависи в голяма степен от характеристиките на портфейла на инвестиционния фонд. Аспекти като висока концентрация на кредитни експозиции към контрагенти или на отделни инструменти повишават вероятността инвестиционният фонд да бъде принуден да продаде по спешност активи в случай на неизпълнение от страна на контрагент. При сложни портфейли (т.е. когато се търгува в голяма степен с извънборсови инструменти или широко се прилага многократното използване на обезпечение) тези ефекти може да се засилят още повече.
- б) **Пряка взаимосвързаност на инвестиционни фондове и сектора на АИФ като цяло с финансови институции.** Използването на ливъридж може да повиши риска инвестиционният фонд да се сблъска с финансови сътресения, които да се предадат към контрагентите му и към цялата финансова система („канал на контрагента“). Контрагентите могат да бъдат банки или брокери, които имат преки търговски връзки с използващ ливъридж инвестиционен фонд, или са му предоставили финансиране. Използващ ливъридж инвестиционен фонд може също така да разпространи рискове към световната финансова система посредством взаимовръзките си с инвеститори и посредством финансирането на други финансови посредници и предприятия („канал на взаимосвързаността“). Един от начините да се отчете пряката взаимосвързаност с финансови институции е да се измери концентрацията на експозициите на контрагенти към инвестиционния фонд. Инвестиционните фондове могат също така да имат преки връзки с финансови институции посредством инвеститорската си база и посредством портфейлни инвестиции.
- в) **Пряко или косвено участие на отделни инвестиционни фондове и сектора на АИФ като цяло в кредитно посредничество.** Използващите ливъридж инвестиционни фондове могат да допринесат за прекомерно кредитно посредничество и риск от прекъсване на процеса на кредитно посредничество при обрат в кредитния цикъл. Използването на ливъридж дава на инвестиционните фондове възможност пряко да отпускат повече кредити на реалната икономика или да подпомагат по-машабно кредитно посредничество от страна на банките. Във втория случай инвестиционните фондове могат да предоставят пряко финансиране на банковия сектор, да инвестират в структурен кредит или да поемат кредитен риск посредством деривативни инструменти. Възможно е да възникнат системни рискове в резултат от внезапно прекъсване на предоставянето на ликвидност и краткосрочно финансиране на финансовите институции, внезапно намаляване на ликвидността на пазара за финансови инструменти, които са важни за кредитното посредничество, или недостатъчно разделяне на риска. ⁽¹⁾

ЕОЦКП следва да издаде насоки за приложима рамка за оценка. Макар че на теория е възможно потенциалните канали за системен риск да се категоризират в общи линии, на практика те са свързани помежду си и е вероятно взаимно да се засилват. Освен това скритите механизми на системния риск, които се предава по тези канали, могат да бъдат сложни и да се променят. Ето защо приносът на инвестиционните фондове за системните рискове не може лесно да се измери с отделни показатели, което налага компромис между разработването на проста и приложима рамка и по-сложна и трудна за прилагане рамка. Ръководният принцип е, че показателите следва да бъдат част от рамката само когато улесняват значително оценката на приноса на инвестиционните фондове и на сектора на АИФ като цяло за свързаните с ливъридж системни рискове.

⁽¹⁾ Bengtsson, E., „Инвестиционни фондове, нерегулиран банков сектор и системен риск“ (Investment funds, shadow banking and systemic risk.), Journal of Financial Regulation and Compliance, том. 24(1), стр. 60–73.

Наред с това насоките на ЕОЦКП относно рамката за оценка следва да осигуряват достатъчна основа за НКО да обосновават решенията си за предприемане на макропруденциални мерки. НКО в държавата членка по произход на ЛУАИФ следва да уведомява ЕОЦКП, ЕССР и НКО на АИФ за причините за всяка макропруденциална мярка, предприета с цел да се ограничи степента, в която използването на ливъридж допринася за увеличаване на системния риск във финансовата система или за рисковете от нестабилност на пазарите. ⁽¹⁾ Впоследствие ЕОЦКП следва да осигурява консултации относно мярката и да проследява дали са изпълнени условията за действия по политиката ⁽²⁾. Наличието на подробна рамка за оценка, която НКО могат да следват, ще подобри вероятността НКО и ЕОЦКП да постигнат съгласие по необходимостта от предприемане на дадена мярка.

Таблица 4 представя пример за набор от общи показатели, които биха могли да бъдат включени в препоръчаната рамка за оценка. Показателите са извлечени от анализи, извършени от ЕЦБ и De Nederlandsche Bank (DNB) ⁽³⁾, Oesterreichische Nationalbank (OeNB) ⁽⁴⁾ и Органа за контрол върху финансовата дейност в Обединеното кралство ⁽⁵⁾. Те улесняват оценката на равнището, източника и различните употреби на ливъриджа с цел да се установят в максимална възможна степен каналите, по които може да се материализира системен риск. Всички показатели могат да се конструират, като се използва информацията, докладвана на НКО съгласно член 24 от Директива 2011/61/ЕС.

Таблица 4

Пример за набор от показатели за рамка за оценка на рисковете за финансовата стабилност от страна на инвестиционните фондове

		ПОКАЗАТЕЛ		ОПИСАНИЕ	Рубрика във формуляра по ДЛУАИФ
		№	НАИМЕНОВАНИЕ		
1. РИСК ОТ ПАЗАРНО ВЪЗДЕЙСТВИЕ	Размер	1.1	Нетна експозиция	Нетна стойност на активите (NAV) * ливъридж, изчислен по метода за задълженията	53, 295
		1.2	Нетна стойност на активите	NAV	53
2. РИСК ОТ ПАНИЧЕСКИ ПРОДАЖБИ	Ливъридж	2.1	Нетен ливъридж	Ливъридж, изчислен по метода на задълженията	295
		2.2	Брутен спрямо нетен ливъридж	Брутен ливъридж / ливъридж по метода на задълженията, като мярка за използването на договорености за нетиране и хеджиране	294, 295
	Профил на обратно изкупуване	2.3	Времетраене на обратното изкупуване	Минимален срок в дни, който инвеститорите трябва да изчакат, за да изтеглят инвестициите си	194, 195, 196

⁽¹⁾ Вж. например член 25 от Директива 2011/61/ЕС.

⁽²⁾ Вж. например член 25, параграф 6 от Директива 2011/61/ЕС.

⁽³⁾ Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. и de Sousa van Stralen, R. (2017) „Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands“, съвместен Тематичен материал на ЕЦБ и De Nederlandsche Bank.

⁽⁴⁾ Lehecka, G. и Ubl, E., „Analysing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer“, Доклад за финансовата стабилност 30, Oesterreichische Nationalbank, декември 2015 г.

⁽⁵⁾ Financial Conduct Authority, „Hedge Fund Survey“, юни 2015 г.

		ПОКАЗАТЕЛ		ОПИСАНИЕ	Рубрика във формуляра по ДЛУАИФ
		№	НАИМЕНОВАНИЕ		
	Ликвидно несъответствие	2.4	Времетраене на обратното изкупуване минус усещане за ликвидността на профила в дни	Минималният срок в дни, който инвеститорите трябва да изчакаат, за да изтеглят инвестициите си, минус ликвидността на портфейла, отчетена от управляващото дружество	194, 195, 196, 178-184
		2.5	Съотношение на нетната стойност на активите към високоликвидните активи	Високоликвидните активи включват парични средства и парични еквиваленти (депозити, търговски ценни книжа и др.), котираны акции, ценни книжа с инвестиционен рейтинг, емитирани от финансови институции, държавни облигации на държави от ЕС и държавите от Г-10 извън ЕС, дялове в инвестиционни фондове	53, 123
		2.6	Дял на неликвидните активи (% NAV)	Неликвидните активи включват материални активи, некотирани акции, корпоративни облигации без инвестиционен рейтинг, конвертируеми облигации и кредити.	53, 123
	Концентрация на инвеститори и контрагенти	2.7	Концентрация на инвеститори	Дял от нетната стойност на активите, притежаван от петимата най-големи инвеститори	118
		2.8	Концентрация на контрагенти	Обща нетна кредитна експозиция към петимата най-големи контрагенти (% NAV)	165
	3. РИСК ОТ ПРЯКО ПРЕНАСЯНЕ НА ЕФЕКТА ВЪРХУ ФИНАНСОВИ ИНСТИТУЦИИ	Свързаност посредством инвестиции	3.1	Инвестиции във финансови институции	Стойност на инвестициите в котираны акции и корпоративни облигации, емитирани от финансови институции, като процент от NAV
3.2			Инвестиции в структурирани и секюритизирани продукти (% NAV)	Сбор на дълги експозиции в обезпечени с активи ценни книжа, обезпечени с жилищни ипотечи ценни книжа, обезпечени с търговски ипотечи ценни книжа, обезпечени с ипотека ценни книжа, емитирани от държавни агенции, обезпечени с активи търговски ценни книжа, обезпечени дългови задължения, обезпечени кредитни задължения, структурирани сертификати, борсово търгувани продукти и други, като процент от NAV	53, 123

		ПОКАЗАТЕЛ		ОПИСАНИЕ	Рубрика във формуляра по ДЛУАИФ
		№	НАИМЕНОВАНИЕ		
	Свързаност посредством инвеститорска база	3.3	Банки в инвеститорската база (% NAV)	Преки връзки с финансови институции като инвеститори	209
		3.4	Застрахователи в инвеститорската база (% NAV)		
		3.5	Пенсионни фондове в инвеститорската база (% NAV)		
		3.6	Инвестиционни фондове в инвеститорската база (% NAV)		
		3.7	Други финансови институции в инвеститорската база (% NAV)		
4. РИСК ОТ ПРЕКЪСВАНЕ НА ПРЯКОТО КРЕДИТНО ПОСРЕДНИЧЕСТВО		4.1	Инвестиции в корпоративни облигации (% NAV)	Обща стойност на корпоративните облигации и конвертируемите облигации, които не са емитирани от финансови институции (с инвестиционен и неинвестиционен рейтинг) като процент от NAV	53, 123
		4.2	Инвестиции в корпоративни кредити (% NAV)	Кредити с ливъридж и други кредити като процент от NAV	53, 123

Препоръка Д(2) – Макропруденциални ограничения на ливъриджа

ЕОЦКП може да помогне на НКО да приложат на практика ограничения на ливъриджа, като предостави насоки по вариантите на мерките, включително оценка на ефикасността и ефективността им. Директива 2011/61/ЕС позволява ливъриджът да бъде ограничен, ако допринася за „увеличаване на системния риск“, но не дава по-нататъшни указания как да се определят лимитите. За НКО може да бъдат полезни насоки на ЕОЦКП относно определянето на ограниченията на ливъриджа, а ЕОЦКП може да използва за основа Препоръка ЕССР/2013/1 на Европейския съвет за системен риск⁽¹⁾. ЕССР препоръчва компетентните органи да разработят макропруденциални инструменти, които да са ефикасни и ефективни за постигането на техните цели по политиката.

Ограничения на ливъриджа за АИФ могат да се смятат за ефикасни, ако са насочени срещу риска от i) панически продажби, ii) верижно разпространение към финансови контрагенти и iii) нарушаване на функционирането на кредитното посредничество. Действайки срещу тези слабости на пазара, ограниченията на ливъриджа подпомагат финансовата стабилност. Що се отнася до междинните цели на ЕССР, ограниченията на ливъриджа са насочени срещу „риска от прекомерен ливъридж“⁽²⁾. Общосистемният ливъридж е прекомерен, когато води до това икономиките да бъдат податливи на скъпоструващи финансови кризи.

За да бъдат ефикасни ограниченията на ливъриджа, инструментът следва да е прост и да се ограничат страничните ефекти. Компетентните органи следва да избират ограничения, които лесно да се калибрират и прилагат. Това насърча прозрачността и предотвратява бездействието. Освен това страничните ефекти следва да бъдат ограничени, а ограниченията на ливъриджа да не се поддават на машинации и арбитраж от страна на участниците на пазара. Ограниченията на ливъриджа следва също така да бъдат пропорционални на системния риск, поразен от използването на ливъридж от инвестиционния фонд, за да се гарантира възможността секторът да продължи да предоставя ценни услуги на икономиката. Така например, инвестиционният фонд трябва да продължи да може да прилага разнообразни и активни стратегии, което би могло да послужи като буфер в условия на пазарни сътресения. Когато подлагат на оценка дали е необходимо ограничение на ливъриджа и какви типове ограничения биха били пропорционални на системните рискове, компетентните органи следва да извършат анализ на риска въз основа на данните, събрани съгласно Директива 2011/61/ЕС, и на показателите за риска от общата рамка за оценка на риска (за чието разработване от ЕОЦКП се отнася Препоръка Д1).

За информация на ЕОЦКП Таблица 5 представя пример за рамка за оценка на различни варианти на ограничения на ливъриджа от гледна точка на тяхната ефикасност и ефективност. В таблицата се оценяват например три варианта на постоянни ограничения на ливъриджа и се обръща внимание на цикличните ограничения. Тези примери не представляват изчерпателен набор от варианти, а оценката по-долу следва да се разглежда като пример как рамката може да се използва за оценяване на различни варианти.

Универсално ограничение може би ще бъде лесно за прилагане, но би могло да има големи странични ефекти. Такова ограничение може ефикасно да редуцира свързаните с ливъридж системни рискове, ако е задължително за голяма част от сектора на инвестиционните фондове. Този подход обаче би могъл да има странични ефекти да направи някои бизнес модели по-малко жизнеспособни и това да окаже тежко негативно влияние върху ликвидността на различни продукти на световния финансов пазар. Освен това рестриктивно универсално ограничение би могло съществено да намали способността на сектора да поема пазарни сътресения, доколкото управляващите дружества инвестират активно и в посока, обратна на пазарните трендове. И накрая, като се има предвид, че такива ограничения на ливъриджа биха могли значително да ограничат дейностите на сектора на инвестиционните фондове, има риск тези дейности да се пренесат в други, по-слабо регулирани части на финансовия сектор.

Ограничения на ливъриджа, основаващи се на типа и/или профила на инвестиционния фонд, могат да бъдат полезен инструмент за НКО в краткосрочен до средносрочен план. Диференциране на ограниченията на ливъриджа въз основа на типа и/или профила на инвестиционния фонд би дало възможност на компетентните органи ефикасно да насочат мерките към онези инвестиционни фондове, които допринасят най-много за системния риск, и по този начин да намалят структурната уязвимост на сектора. Могат да се разгледат няколко варианта на диференциране според профила на инвестиционния фонд. Така например, ако се стремят да предотвратят риска от панически продажби, компетентните органи може да обмислят варианта да наложат ограничения на инвестиционните фондове, които предлагат обратно изкупуване на къси периоди или инвестират в по-нисколиквидни активи. Друг пример е когато компетентните органи се опасават от верижно разпространение и може да се спрат на варианта да наложат ограничение на ливъриджа на инвестиционни фондове с големи или концентрирани експозиции към други финансови институции. ЕОЦКП може да подпомогне компетентните органи посредством насоки за определяне на профилите на инвестиционните фондове за целите на оценката на свързания с ливъридж риск и прилагането на макропруденциални ограничения на ливъриджа. Компетентните

⁽¹⁾ Препоръка ЕССР/2013/1 на Европейския съвет за системен риск от 4 април 2013 г. относно междинните цели и инструментите на макропруденциалната политика (ОВ С 170, 15.6.2013 г., стр. 1).

⁽²⁾ Вж. например Препоръка ЕССР/2013/1 за обзор на междинните цели и преглед на съществуващите и потенциалните макропруденциални инструменти.

органи могат също така да отчетат различията в цялостното равнище на ливъридж, като диференцират ограниченията за всеки различен тип инвестиционен фонд. Недостатък на този вариант е, че инвестиционните фондове може да се опитат да манипулират ограниченията, като се опитат да получат по-благоприятна класификация⁽¹⁾. Поради това може би има основания за налагането на критерии за класифицирането на АИФ по типове инвестиционен фонд.

Таблица 5

Възможна рамка за оценка на варианти на ограничения на ливъриджа от гледна точка на тяхната ефикасност и ефективност

	Варианти на ограничаване на ливъриджа	Постоянни ограничения на ливъриджа			Циклични ограничения
		1	2	3	
		Универсални ограничения	Ограничения според типа на фонда	Ограничения според профила на фонда	
Ефикасност	Панически продажби	Ефикасно редуцират всички слабости на пазара, ако ограничението е задължително за голяма част от използващите ливъридж фондове	Ефикасно редуцират всички слабости на пазара, ако ограниченията са задължителни за голяма част от използващите ливъридж фондове	Ефикасни, когато са насочени към използващите ливъридж фондове със сравнително слабо ликвидни портфейли и/или къси срокове на обратно изкупуване	Прилагането на варианти 1–3 може да варира във времето. Вариантите биха имали същия ефект, но цикличното ограничение на ливъриджа би било по-подходящо за редуциране на натрупването на рискове в периода на подем и на материализирането им в периода на спад във финансовия цикъл
	Страничен ефект от контрагенти и взаимосвързаност			Ефикасни, когато са насочени към използващи ливъридж фондове със силни преки връзки с финансови институции	
	Прекомерно кредитно посредничество			Ефикасни, когато са насочени към използващи ливъридж фондове, инвестиращи в корпоративни облигации и кредити	
Ефективност	Пропорционалност	Ниско ограничение би направило някои типове фондове (хедж фондовете) нежизнеспособни, а високо ограничение не би предотвратило постепенното увеличение на ливъриджа	Ограниченията са насочени към типове фондове със сравнително висок ливъридж (например хедж фондовете), но не правят разграничение между рисковите профили в рамките на даден тип фонд	Ограниченията са насочени към различни общи рискови профили във всички типове фондове	Пропорционалността зависи от избрания вариант

⁽¹⁾ Съгласно Директива 2011/61/ЕС управляващите дружества имат право да избера тип на фонда.

	Варианти на ограничаване на ливъриджа	Постоянни ограничения на ливъриджа			Циклични ограничения
		1	2	3	
		Универсални ограничения	Ограничения според типа на фонда	Ограничения според профила на фонда	
Неподатливост на машиниции и арбитраж	Няма възможност за машиниции и арбитраж	Известна възможност за машиниции и арбитраж, тъй като смесените фондове може да се опитат да получат по-благоприятна класификация	Слаба вероятност за машиниции и арбитраж поради малкия брой строго определени профили	Възможността за машиниции и арбитраж зависи от избора на вариант	
Сложност на калибрирането	Това е най-простият вариант	Сравнително прост вариант с малък брой строго определени типове фондове	Сравнително прост вариант с малък брой строго определени профили на фондове	Изискват показател за цикъла на ливъридж и измерване на приноса на фонда, което усложнява калибрирането	

Източник: Таблица 4.1 във Van der Veer et al. (2017).

В по-далечен план може да се проучи и цикличният ливъридж. Възможно е компетентните органи да обмислят и прилагането на определен вариант на ограничение на ливъриджа (например универсално, според типа на фонда или според профила на фонда) по цикличен начин. В сравнение с постоянните ограничения на ливъриджа цикличните биха били по-подходящи за отслабване на натрупването и материализирането на рискове съответно в етапа на подем и етапа на спад във финансовия цикъл. В краткосрочен до средносрочен хоризонт обаче цикличният подход не би бил подходящ, тъй като би изисквал измерител за финансовия цикъл и показател за приноса на фонда, а това би увеличило сложността на тази мярка. Следвайки същия подход като използвания по отношение на ограниченията на ливъриджа в Базел III, в краткосрочен план фокусът би могъл да бъде върху постоянните ограничения. Циклични ограничения могат да бъдат обмислени, след като компетентните органи натрупат повече опит с постоянните.

Ограниченията на ливъриджа следва да се основават на показателите за ливъридж съгласно Директива 2011/61/ЕС, за да се подобри последователното прилагане и прозрачността и да се избегне регулаторен арбитраж. Използването на общи показатели за ливъридж помага на компетентните органи да постигнат последователно прилагане на ограничения на ливъриджа в Европа. Освен това то подобрява прозрачността на тази мярка и прави по-лесно прилагането ѝ. Нещо повече, използването на общи мерки допринася за ограничаването на регулаторния арбитраж от страна на управляващите дружества. Вземайки предвид сложността, с която е свързано измерването на ливъриджа, в идеалния случай компетентните органи би трябвало да използват за основа съществуващи концепции и показатели, използвани за докладване на ливъриджа съгласно Директива 2011/61/ЕС.

Периодично преразглеждане на ограниченията на ливъриджа ще доведе до i) усъвършенстване въз основа на опита и ii) съгласуване с международни стандарти. Може да се каже, че мерките по отношение на ливъриджа съгласно Директива 2011/61/ЕС в момента не са свършено определени или че те в даден момент ще престанат да бъдат в съответствие с международни стандарти (например с разработените от Международната организация на комисиите за ценни книжа). Въпреки това сериозно преимущество на използването на мерките по отношение на ливъриджа съгласно Директива 2011/61/ЕС е, че при наличието на редовен процес на преразглеждане потенциалните бъдещи подобрения в измерването на ливъриджа ще се отчитат автоматично и последователно. Редовен процес на преразглеждане би осигурил също така съгласуваност с международните стандарти (СФС, МОКЦК). Периодично преразглеждане на ограничението на ливъриджа би било в съответствие с Препоръка ЕССР/2013/1. ⁽¹⁾

Насоки относно критериите за прилагане на ограничения на ливъриджа биха помогнали на НКО да въведат ограниченията в действие. Ясните насоки подобряват последователното прилагане в Европа и намаляват инертността.

⁽¹⁾ Вж. например Препоръка Г от ЕССР/2013/1.

ЕОЦКП може да помогне на компетентните органи да въведат в действие ограничения на ливъриджа, като предостави насоки как те да намерят равновесие между основаващи се на правила мерки и преценката при прилагането им. Трябва да се постигне баланс между лесното приложение на основаващи се на правила мерки и гъвкавостта за прилагане на преценка.

Препоръка Д(3) – Процедура за уведомяване

ЕОЦКП следва да разработи ясна процедура за уведомяване по отношение на взетите от НКО решения съгласно член 25 от Директивата за ЛУАИФ. Такава хармонизирана процедура за уведомяване би дала на НКО възможност да информират по ефективен начин ЕОЦКП. Това от своя страна позволява на ЕОЦКП и на ЕССР да анализират ефикасно и ефективно получената информация.

Препоръка Д(4) – Сравнителни анализи

За да допринесе още повече за стабилно, ефикасно и съгласувано равнище на регулация и надзор, препоръчва се ЕОЦКП да извършва сравнителни анализи на начините, по които НКО упражняват правомощията си съгласно член 25, параграф 3 от Директива 2011/61/ЕС. Такива сравнителни анализи биха могли например да открият при какви обстоятелства са били приложени правомощията и какви изисквания са били наложени в отговор на различни ситуации. По този начин могат да се определят най-добри практики. Освен това ЕОЦКП следва да обсъжда резултатите от сравнителните анализи сред членовете си и да споделя информацията за действията на НКО с националните макропруденциални органи и с ЕССР.

Макар че резултатите от сравнителните анализи нямат задължителен характер, те могат да се прилагат от НКО при определянето на собствените им практики. Сравнителни анализи са извършвани например на оценките на НКО на вътрешните подходи, които банките използват за изчисляване на капиталовото изискване, ⁽¹⁾ и на сценарии за планове за възстановяване съгласно Директива 2014/59/ЕС на Европейския парламент и на Съвета ⁽²⁾, ⁽³⁾. Тези случаи показват полезността на сравнителните анализи при съпоставянето на надзорни практики, което способства за тяхното сближаване, и при усъвършенстването на процеса на вземане на решения от НКО при същевременно спазване на надзорна преценка. Сравнителните анализи биха могли също така да послужат за основа на делегирани актове на Комисията съгласно член 25, параграф 9 от Директива 2011/61/ЕС (принципите, в които се посочва при какви обстоятелства НКО прилагат правомощията по член 25, параграф 3, като отчитат различните стратегии на АИФ, различните пазарни условия, при които действат АИФ, и евентуалните проциклични ефекти от прилагането на тези разпоредби).

II.5.2 Странични ефекти

Необходим е компромис между равнището на хармонизация и свободата на преценка, с която разполагат националните компетентни органи. Тъй като целта на тази препоръка е да насърчи хармонизиран подход към прилагането на член 25, това предполага известни ограничения на свободата на преценка на НКО. Правото на ЕОЦКП да издава насоки всъщност е насочено към по-силно сближаване на надзорните практики. В своята крайност обаче това може да доведе дотам насоките на ЕОЦКП относно рамката за оценка на риска и определянето, калибрирането и прилагането на макропруденциални ограничения на ливъриджа да създадат нежелани препятствия пред това НКО да се ползват от свободата си на преценка, когато прилагат макропруденциални ограничения на ливъриджа за АИФ, управлявани от дружества в тяхната юрисдикция.

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

⁽²⁾ Директива 2014/59/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 15 май 2014 г. за създаване на рамка за възстановяване и реструктуриране на кредитни институции и инвестиционни посредници и за изменение на Директива 82/891/ЕИО на Съвета и директиви 2001/24/ЕО, 2002/47/ЕО, 2004/25/ЕО, 2005/56/ЕО, 2007/36/ЕО, 2011/35/ЕС, 2012/30/ЕС и 2013/36/ЕС и на регламенти (ЕС) № 1093/2010 и (ЕС) № 648/2012 на Европейския парламент и на Съвета (ОВ L 173, 12.6.2014 г., стр. 190).

⁽³⁾ Вижте доклада на адрес: <https://www.eba.europa.eu/-/eba-benchmarks-approaches-on-scenarios-in-recovery-plans>.

Библиография

Bank of England (2015), *Financial Stability Report*, брой № 38, декември.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, брой № 39, юли, стр. 8.

Bank of England (2016), *Financial Stability Report*, брой № 40, ноември.

Bengtsson, E. (2016), „Investment funds, shadow banking and systemic risk“, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, том 24, брой 1, стр. 60–73.

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

Cohn, C., Milliken, D. и Jessop, S., (2016), *Number of UK property funds suspended since Brexit vote doubles*, август, публикацията е налична на адрес: <http://uk.reuters.com/article/uk-britain-eu-property/number-of-uk-property-funds-suspended-since-brexit-vote-doubles-idUKKCN0ZL13H>

Committee of European Securities Regulators (2010), „CESR’s Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS“, *Feedback Statement*, юли.

Делегиран регламент (ЕС) № 231/2013 на Комисията от 19 декември 2012 г. за допълване на Директива 2011/61/ЕС на Европейския парламент и на Съвета по отношение на освобождаванията, общите условия във връзка с дейността, депозитарите, ливъриджа, прозрачността и надзора (ОВ L 83, 22.3.2013 г., стр. 1).

Директива 2007/16/ЕО на Комисията от 19 март 2007 година за изпълнение на Директива 85/611/ЕИО на Съвета относно координирането на законовите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК) във връзка с изясняването на някои определения (ОВ L 79, 20.3.2007 г., стр. 11).

Директива 2010/43/ЕС на Комисията от 1 юли 2010 г. за прилагане на Директива 2009/65/ЕО на Европейския парламент и на Съвета по отношение на организационните изисквания, конфликтите на интереси, правилата за поведение, управлението на риска и съдържанието на споразумението между депозитар и управляващо дружество (ОВ L 176, 10.7.2010 г., стр. 42).

Constâncio, Vítor (2016), *Risk sharing and macroprudential policy in an ambitious Capital Markets Union*, реч на Съвместната конференция на Европейската комисия и Европейската централна банка за европейската финансова интеграция и стабилност, Франкфурт на Майн, Германия, април.

Директива 2009/65/ЕО на Европейския парламент и на Съвета от 13 юли 2009 г. относно координирането на законовите, подзаконовите и административните разпоредби относно предприятията за колективно инвестиране в прехвърлими ценни книжа (ПКИПЦК) (ОВ L 302, 17.11.2009 г., стр. 32).

Директива 2011/61/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 8 юни 2011 година относно лицата, управляващи алтернативни инвестиционни фондове и за изменение на директиви 2003/41/ЕО и 2009/65/ЕО и на регламенти (ЕО) № 1060/2009 и (ЕС) № 1095/2010 (ОВ L 174, 1.7.2011 г., стр. 1).

Директива 2014/59/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 15 май 2014 г. за създаване на рамка за възстановяване и реструктуриране на кредитни институции и инвестиционни посредници и за изменение на Директива 82/891/ЕИО на Съвета и директиви 2001/24/ЕО, 2002/47/ЕО, 2004/25/ЕО, 2005/56/ЕО, 2007/36/ЕО, 2011/35/ЕС, 2012/30/ЕС и 2013/36/ЕС и на регламенти (ЕС) № 1093/2010 и (ЕС) № 648/2012 на Европейския парламент и на Съвета (ОВ L 173, 12.6.2014 г., стр. 190).

Директива 2014/65/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 15 май 2014 г. относно пазарите на финансови инструменти и за изменение на Директива 2002/92/ЕО и на Директива 2011/61/ЕС (ОВ L 173, 12.6.2014 г., стр. 349).

European Banking Authority (2014), *Counterparty credit risk (internal model method and credit valuation adjustment) benchmarking exercise*, доклад, наличен на адрес: <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+CCR+benchmarking+2014>

European Banking Authority (2015), *Recovery planning. Comparative report on the approach taken on recovery plan scenarios*, доклад, декември, наличен на адрес: <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/Report+on+benchmarking+scenarios+in+recovery+plans.pdf>

European Central Bank (2016), *Financial Stability Review*, май.

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

European Fund and Asset Management Association (2017), *Trends in the European Investment Fund Industry in the Third Quarter of 2017*, декември.

European Securities and Markets Authority (2014), *Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3) (d) and 24(1), (2) and (4) of the AIFMD*, (ESMA/2014/869EN), август.

European Securities and Markets Authority (2015), *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, № 2.

European Securities and Markets Authority (2016), *Key principles for a European framework on loan origination by funds*, ESMA/2016/596 становище, април, налично на адрес: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf

European Systemic Risk Board (2016), *EU Shadow Banking Monitor*, № 1, юли.

European Systemic Risk Board (2017), *EU Shadow Banking Monitor*, № 2, май.

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

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

Financial Stability Board (2017), *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, януари.

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

International Organization of Securities Commissions (2015), *Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members*. Заключителен доклад, FR28/2015, декември.

International Organization of Securities Commissions (2017), *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, доклад от консултация, CR05/2017, юли.

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

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

Maijoor, Steven (2015), *Measuring and assessing stability risks in financial markets*, реч на семинара на ЕССР за нерегулирания банков сектор, Франкфурт на Майн, Германия, май.

Marriage, M. (2016), *Contagion worries rise over property fund suspension*, юли, публикацията е налична на адрес: <https://www.ft.com/content/4f6b1a9a-452c-11e6-9b66-0712b3873ae1>

Moshinsky, V. (2016), *Bear Stearns, the sequel: Property fund suspensions are on the cusp of triggering the next financial crisis*, юли, публикацията е налична на адрес: <http://uk.businessinsider.com/guide-why-uk-property-fund-suspensions-trigger-financial-crisis-risks-analysis-2016-7>

Препоръка ЕССР/2012/1 на Европейския съвет за системен риск от 20 декември 2012 г. относно фондовете на паричния пазар (ОВ С 146, 25.5.2013 г., стр. 1).

Препоръка ЕССР/2013/1 на Европейския съвет за системен риск от 4 април 2013 г. относно междинните цели и инструментите на макропруденциалната политика (ОВ С 170, 15.6.2013 г., стр. 1).

Препоръка ЕССР/2014/1 на Европейския съвет за системен риск от 18 юни 2014 г. относно насоки за определяне на нива на антицикличния буфер (ОВ С 293, 2.9.2014 г., стр. 1).

Регламент (ЕС) № 648/2012 на Европейския парламент и на Съвета от 4 юли 2012 г. относно извънборсовите деривати, централните контрагенти и регистрите на трансакции (ОВ L 201, 27.7.2012 г., стр. 1).

Регламент (ЕС) № 575/2013 на Европейския парламент и на Съвета от 26 юни 2013 г. относно пруденциалните изисквания за кредитните институции и инвестиционните посредници и за изменение на Регламент (ЕС) № 648/2012 (ОВ L 176, 27.6.2013 г., стр. 1).

Регламент (ЕС) № 1073/2013 на Европейската централна банка от 18 октомври 2013 г. относно статистиката на активите и пасивите на инвестиционните фондове (ЕЦБ/2013/38) (ОВ L 297, 7.11.2013 г., стр. 73).

Регламент (ЕС) № 909/2014 на Европейския парламент и на Съвета от 23 юли 2014 година за подобряване на сетълмента на ценни книжа в Европейския съюз и за централните депозитари на ценни книжа, както и за изменение на директиви 98/26/ЕО и 2014/65/ЕС и Регламент (ЕС) № 236/2012 (ОВ L 257, 28.8.2014 г., стр. 1).

Регламент (ЕС) 2015/760 на Европейския парламент и на Съвета от 29 април 2015 година относно Европейски фондове за дългосрочни инвестиции (ОВ L 123, 19.5.2015 г., стр. 98).

Регламент (ЕС) № 2017/1131 на Европейския парламент и на Съвета от 14 юни 2017 г. относно фондовете на паричния пазар (ОВ L 169, 30.6.2017 г., стр. 8).

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

Van der Veer, K., Levels, A., Chaudron, R., Grill, M., Molestina Vivar, L., Petrescu, M. и Weistroffer, C. (2016), „Towards a framework for calibrating macroprudential leverage limits for alternative investment funds“, Special Feature „A“, ECB *Financial Stability Review*, ноември, стр. 123-133.

Van der Veer, K., Levels, A., Lambert, C., Molestina Vivar, L., Weistroffer, C., Chaudron, R. и de Sousa van Stralen, R. (2017) *Developing macroprudential policy for alternative investment funds. Towards a framework for macroprudential leverage limits in Europe: an application for the Netherlands*, съвместен Тематичен материал на ЕЦБ и DNB.

White, Mary Jo (2014), *Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry*, реч, произнесена на конференцията The New York Times DealBook Opportunities for Tomorrow в One World Trade Center, Ню Йорк, декември.

Наличие на инструменти за управление на ликвидността в държавите членки на Съюза (източник: ЕОЦКП)

	AT	BE	BG	CY	CZ	DE	DK	EE	ES	FI	FR	GR	HR	HU	IE	IS	IT	LI	LT	LU	LV	MT	NL	NO	PT	RO	SE	SI	SK	UK	
Ограничения на обратното изкупуване	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	ДА	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	ДА	ДА	НЕ	ДА	НЕ	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	НЕ	НЕ	ДА	ДА	
Обособяване	ДА	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	ДА	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	ДА	ДА	НЕ	ДА	НЕ	ДА	ДА	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	
Такси срещу понижаване на стойността	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	ДА	ДА	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	ДА	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	
Такси за обратно изкупуване	ДА	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	ДА	НЕ	ДА	НЕ	ДА	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	ДА	ДА	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	
Обратно изкупуване в натура	ДА	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	ДА	НЕ	ДА	ДА	ДА	ДА	НЕ	ДА	НЕ	ДА	НЕ	ДА	ДА	НЕ	ДА	НЕ	ДА	ДА	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	ДА
Временно спиране на обратното изкупуване	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА
Ценова люлка	ДА	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	ДА	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	ДА	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	ДА
Краткосрочни заемни средства	ДА	НЕ	ДА	ДА	ДА	ДА	НЕ	ДА	ДА	ДА	ДА	ДА	НЕ	НЕ	ДА	ДА	ДА	ДА	НЕ	ДА	НЕ	ДА	ДА	НЕ	ДА	ДА	НЕ	ДА	ДА	ДА	ДА
Задължителни ликвидни буфери	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	НЕ
Придружителни писма	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	ДА	НЕ	ДА	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	ДА
Други инструменти/мерки	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	НЕ	ДА	НЕ	НЕ	НЕ	ДА